



UNIVERSIDAD COMPLUTENSE
MADRID

**Facultad de C.C. Económicas y
Empresariales**

**Máster Universitario en
FINANZAS DE EMPRESA**

Trabajo Fin de Máster

**Liwe Española SA: Valoración de la empresa con
modelo de negociación *Fixing***

Autor: Begoña AGUADO TOLÓN

Tutor: Paloma BEL DURÁN

V.b° del tutor:

Firma y fecha

Año 2016

Tabla de contenido

1.	Introducción	3
2.	Descripción de la empresa.....	4
2.1.	Historia de la empresa	4
2.2.	Actualidad de la empresa.....	5
2.3.	Análisis DAFO	7
2.4.	Análisis de las cinco fuerzas de Porter	10
3.	Modalidad de negociación <i>Fixing</i>	12
3.1.	Explicación teórica del modelo de negociación	13
3.2.	Análisis de la cotización de la empresa	14
4.	Análisis del sector textil	16
4.1.	Sector textil en España	17
4.2.	Principales competidores	19
5.	Análisis económico-financiero.....	22
5.1.	Análisis mediante ratios.....	22
5.1.1.	Ratios de liquidez	23
5.1.2.	Ratios de endeudamiento	26
5.1.3.	Ratios de rentabilidad.....	29
6.	Hipótesis utilizadas y estimación de variables y parámetros	33
6.1.	Tasa impositiva.....	33
6.2.	Rentabilidad libre de riesgo	33
6.3.	Prima de riesgo	34
6.4.	Beta de la empresa	34
6.5.	Rentabilidad exigida por los accionistas	36
6.6.	Coste de la deuda	37
6.7.	Coste Medio Ponderado (WACC).....	37
6.8.	Tasa de crecimiento de los Ingresos	38

6.9.	Aprovisionamientos, gastos de explotación y amortización del inmovilizado	39
6.10.	Inversión en Activo Fijo (CAPEX).....	39
6.11.	Inversión en Necesidades Operativas de Fondos (OPEX).....	39
6.12.	Valor residual. Tasa de crecimiento perpetuo del Flujo de Caja Libre (g).....	39
7.	Valoración en ambiente de certeza.....	41
7.1.	Descuento de Flujos de Caja (DFC)	41
7.2.	Resultado de la valoración mediante DFC	42
7.3.	Análisis de consistencia: valoración por múltiplos	42
7.3.1.	PER.....	43
7.3.2.	Valor empresa/Ventas	43
7.3.3.	Valor empresa/EBITDA.....	44
8.	Valoración en ambiente de incertidumbre	45
9.	Conclusiones	50
10.	Bibliografía citada	52
	ANEXOS.....	55
	Anexo 1: Accionistas Liwe Española según Bloomberg	55
	Anexo 2: Prima de riesgo en España según FERNÁNDEZ, Pablo	55
	Anexo 3: Beta Liwe Española SA.....	56
	Anexo 4: Proyección CAPEX y OPEX.....	59
	Anexo 5: Proyección Flujos de Caja Libre	60
	Anexo 6: Simulación Montecarlo @Risk	61

1. Introducción

El objetivo del presente trabajo es valorar, por medio de diferentes métodos, la empresa Liwe Española¹, perteneciente al **sector textil**. Es importante recalcar que hay una gran diferencia entre el valor de una empresa y su precio². Por un lado, el precio es la cantidad monetaria a la que se pacta la venta. Por otro lado, el valor de un mismo bien (en este caso, una empresa) puede discrepar entre diferentes individuos.

Liwe Española, con más de cincuenta años de historia, fue constituida por la **familia PARDO CANO**, y lleva a cabo todas las fases del proceso textil, desde el diseño de las prendas, hasta su venta en las tiendas INSIDE, es decir, posee un elevado grado de integración vertical.

El sector textil en España cuenta con una fuerte competencia internacional. No obstante, su facturación en 2014 comenzó a presentar **tasas de crecimiento positivas** después de un periodo de estabilidad, o incluso recesión en algunos casos, del 0,68 por ciento según un estudio realizado por el EAE Business School (EAE Business School en octubre de 2015³). Por tanto, se trata de un sector con grandes perspectivas de crecimiento pero, a su vez, bastante estable, ya que no es intensivo en la aplicación de desarrollos o innovaciones tecnológicas que puedan hacer oscilar mucho sus cotizaciones, lo cual facilita sus proyecciones futuras para realizar una valoración.

La principal peculiaridad de esta empresa, es que cotiza en el **sistema Fixing**, que consiste en la fijación de precios únicos mediante subastas, que será detalladamente explicado más adelante. Este hecho, aporta al trabajo una parte de explicación teórica apoyada en diversas referencias bibliográficas.

En cuanto a la **estructura**, el presente trabajo consta de tres partes según el ámbito de análisis. La primera, corresponde a los puntos 2 y 3 del trabajo, y consiste en una descripción detallada de la empresa y de su cotización, con la correspondiente explicación del modelo de negociación que esta empresa utiliza. La segunda parte (punto 4), se refiere al análisis del sector al que pertenece la compañía analizada, ya que es importante en toda valoración conocer el entorno con el que ésta compite. Por último, la parte más importante, la cual tiene como objetivo obtener una valoración de la empresa, ya sea basándonos en datos históricos

¹ Liwe Española SA. Página corporativa. Disponible en internet: <http://www.liwe.net/> Fecha de consulta: 11 de febrero de 2016.

² Antonio Machado: “todo necio confunde valor y precio”.

³ Strategic Research Center de EAE: *El sector textil y el gasto en prendas de vestir 2015*. Disponible en internet: <http://www.eae.es/news/2015/10/05/crece-el-mercado-textil-espanol-hasta-superar-los-26.600-millones-de-facturacion> Fecha de consulta: 12 de febrero de 2016.

mediante el análisis económico-financiero (punto 5), o en proyecciones futuras. A su vez, cabe destacar que la empresa va a ser valorada desde dos perspectivas diferentes: en ambiente de certeza (punto 7) y en ambiente de riesgo (punto 8).

Con todo, el presente trabajo finaliza con las principales conclusiones de los resultados obtenidos en todas las partes anteriormente mencionadas y las referencias bibliográficas en las que el trabajo se apoya. Por su parte, un conjunto de anexos acompañan la descripción de todo el proceso.

2. Descripción de la empresa

El primer paso para valorar una empresa es conocerla en profundidad. Por ello, en este apartado se lleva a cabo una descripción detallada de la empresa objeto de estudio. En primer lugar, es importante conocer la trayectoria de la empresa, ya que, como la historia se repite⁴, conocer el pasado nos puede ayudar a predecir o proyectar el futuro.

En segundo lugar, es importante saber en qué punto se encuentra la empresa actualmente, y, de esta forma, proyectar la trayectoria que puede seguir su crecimiento.

En tercer lugar, se realizará el análisis interno de sus fortalezas y debilidades, y el análisis externo de sus amenazas y oportunidades, a través de la matriz DAFO.

Por último, se llevará a cabo un análisis de las cinco fuerzas de PORTER, gracias al cual se podrá conocer el nivel y la intensidad de la competencia dentro de la industria textil. Este análisis también servirá un apoyo para conseguir el objetivo propuesto en el trabajo: obtener una valoración de Liwe Española.

2.1. Historia de la empresa⁵

Los comienzos de la empresa objeto de estudio se remontan a 1960, cuando los dos hermanos mayores de la familia PARDO CANO comienzan a confeccionar delantales y pantalones, con su posterior venta en mercadillos locales. A finales de los años 60, constituyeron **Josepal S.L** (iniciales del padre de familia José PARDO LEAL), empresa dedicada principalmente a la producción, corte y cadena de fabricación de pantalones de vestir, con la posterior venta, fundamentalmente, a mayoristas.

En 1973, gracias al incremento de las cifras de negocio, se constituye la firma empresarial Confecciones Liwe S.A, la cual se convierte en el referente del sector textil murciano.

⁴ MARX, K. (2005): *El 18 Brumario de Luis Bonaparte*, Longseller, Bs.As, p. 17

⁵ Disponible en internet: <http://www.liwe.net/historia.html> Fecha de consulta: 20 de febrero de 2016.

El negocio siguió creciendo, por lo que, nueve años después, la familia se replantea la estrategia de marketing empresarial. Por ello, se crea la marca **Grin's**, especializada en vaqueros, a partir de la cual la empresa comienza a trabajar directamente con el consumidor final, no con mayoristas como anteriormente. Durante este periodo, la compañía continúa creciendo, y comienza a fabricar otro tipo de prendas de vestir, surgiendo así nuevas marcas como, por ejemplo, Pepe Pardo, Uniform, entre otras.

Uno de los años más importantes en la historia de la empresa es 1989, cuando Liwe Española se convierte en la primera compañía de la Región de Murcia en cotizar en el **Mercado de Corros de la Bolsa de Madrid**. Un año después, la empresa redefine el modelo de negocio, externalizando la mayoría de su producción a Marruecos y Portugal, donde consigue precios más competitivos. Años más tarde, reorientan la producción hacia el sudeste asiático.

La dirección de la empresa se da cuenta de la oportunidad de crear una cadena de tiendas propias para dar salida a la producción, ya que, cada vez es más difícil colocar sus marcas en otras tiendas, las cuales comienzan a autoabastecerse. Por tanto, en el año 2004, Liwe Española abre su **primera tienda INSIDE** en Barcelona, dirigida a un público joven. Un año después, ya contaba con más de treinta tiendas. Gracias a los precios competitivos que ofrecen, la buena ubicación de sus tiendas y la aceptación del público juvenil, la empresa comienza su **expansión internacional** en 2007, abriendo su primera tienda en Portugal y, un año después, en Italia.

En el año 2012, la empresa decide poner en marcha la **tienda on-line**, ya que considera necesario el salto al *e-commerce* para poder situarse en una posición competitiva, y aumentar así sus ventas al estar más al alcance de todos los potenciales clientes.

La empresa continúa creciendo internacionalmente, y en 2014 se expande por el este europeo abriendo su primera tienda en Polonia. En este mismo año, comienza a posicionarse dentro de **El Corte Inglés** mediante la apertura de *córneres*. Un año más tarde, continúa abriendo más tiendas en Italia y Portugal gracias a su elevado crecimiento. Por lo tanto, las expectativas de crecimiento de la empresa son elevadas, ya que sigue una **política de crecimiento constante** por los buenos resultados obtenidos.

2.2. Actualidad de la empresa

Liwe Española es una empresa dedicada al diseño, confección y distribución de prendas de vestir, calzados y accesorios enfocados al público juvenil y moderno, tanto femenino como masculino. Por tanto, cuenta con un **elevado grado de integración vertical**, lo cual hace que

la empresa presente una ventaja competitiva frente a otros modelos de negocio más internacionales. Esto es debido a que, al llevar a cabo todas las fases del proceso productivo, su **estructura es más flexible** y puede adaptarse rápidamente y con un menor coste a la demanda de los consumidores finales. Todo ello, también se traduce en unos **precios más competitivos** en sus productos, por lo que, durante toda su historia, la empresa ha experimentado un crecimiento bastante continuo.

Como consecuencia, la **misión** que esta empresa contempla en su página web corporativa es hacer llegar a sus clientes las últimas tendencias en moda y calzado a precios asequibles para todos los bolsillos. Por otro lado, su **visión** a medio y largo plazo es extender su presencia internacional, trasladando sus valores, virtudes y modelo de negocio a nuevos países.

En cuanto a los **valores** de la empresa, los más destacados pueden resumirse en los cinco siguientes:

- Retroalimentación continua que lleva consigo el compromiso a escuchar las opiniones y recomendaciones de sus clientes.
- “INSIDER”: Es el nombre con el que denominan a sus trabajadores y clientes, para fomentar la motivación y el buen ambiente de trabajo y que todos los *stakeholders* se sientan identificados con la marca.
- Responsabilidad con sus clientes y empleados: Siempre siendo fieles a sus principios.
- Compromiso: En primer lugar, compromiso de llevar sus prendas al mayor número de lugares posible y, en segundo lugar, compromiso con la calidad de éstas y del servicio ofrecido a sus clientes.
- Tradición: Se comprometen a cumplir con sus tradiciones empresariales.

Sus tiendas INSIDE están presentes en cuatro países: España, Portugal, Italia y Polonia y cuenta con más de 1.800 empleados distribuidos entre la sede central, los almacenes logísticos y sus más de 300 tiendas.

En cuanto a su **accionariado**, está formado en su mayoría por los hermanos PARDO CANO, los cuales cuentan con, aproximadamente, el 57 por ciento del capital de la empresa, tal y como proporciona la base de datos *Bloomberg* (véase el anexo 1). Por ello, se considera que es una **empresa familiar**.

La forma jurídica bajo la cual opera la empresa es de Sociedad Anónima, y cotiza en el **Mercado de Corros Electrónicos de la Bolsa de Madrid**⁶ desde 1989. Su capitalización bursátil alcanza, actualmente, los 19.166 miles de euros⁷, y no lleva a cabo reparto de dividendos. Su capital social del pasado año 2015 fue de 5.249.752,20 €, dividido en 1.666.588 acciones, todas ellas de la misma clase y valor, y con derechos de voto.

2.3. Análisis DAFO

El análisis o matriz DAFO consiste en un análisis tanto interno como externo de una empresa para profundizar en su conocimiento. Una de las aplicaciones de este análisis es la de determinar los factores que pueden favorecer (Fortalezas y Oportunidades) u obstaculizar (Debilidades y Amenazas) el logro de los objetivos establecidos con anterioridad para la empresa⁸. Por tanto, este análisis nos ofrece, por una parte, información para conocer los riesgos o amenazas y las oportunidades que existen en el mercado, y, por otra, las fortalezas y las debilidades de la propia empresa.

Todo ello, afecta directamente al funcionamiento y desarrollo de las actividades de la empresa, por lo que debe ser conocido y analizado con anterioridad a la valoración.

En primer lugar, para llevar a cabo el **análisis interno** se analizan las debilidades y fortalezas con las que cuenta Liwe Española:

Debilidades:

- No se concibe como un producto exclusivo, por lo que muchos clientes no están dispuestos a adquirirlo aunque el producto fuese a su gusto.
- Existen barreras de salida psicológicas por ser una empresa familiar, lo cual dificulta la venta o cierre de la empresa en el caso de obtener malos resultados.
- Cuenta con poca visibilidad de la marca por ausencia de publicidad, a diferencia de otros competidores que cuentan con anuncios en prensa o en televisión.
- Tiene dificultades para ampliar su público objetivo o acceder a otro tipo de clientes al ser un producto dirigido a un público muy catalogado como joven y moderno.

⁶ Disponible en internet: <http://www.infobolsa.es/mercado-nacional/mercado-corro-electronico> Fecha de consulta: 10 de mayo de 2016.

⁷ Disponible en internet: <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0158545030> Fecha de consulta: 28 de febrero de 2016.

⁸ SORIANO SORIANO, Claudio L (1994): *El Plan de Negocios*. España: Díaz de Santos.

Fortalezas:

- Cuenta con una buena relación calidad-precio en sus productos, lo cual favorece a su crecimiento y a la fidelidad de sus clientes, quienes ofrecerán a la empresa publicidad favorable gratuita mediante el boca a boca.
- Tiene una buena ubicación de sus tiendas, ya que suelen encontrarse en centros comerciales de grandes o medianas ciudades.
- Existen activos intangibles de gran valor, gracias a que la empresa cuenta con la marca INSIDE que posee cierto posicionamiento y prestigio a nivel nacional, y poco a poco, a nivel internacional.
- Lleva a cabo un proceso de producción rápido y flexible gracias a la integración vertical, por lo que puede adaptarse en poco tiempo a las nuevas demandas de los consumidores, adelantándose a sus competidores y ganando, de esta forma, clientes nuevos.

En segundo lugar, es importante conocer cómo puede afectar a la actividad el entorno de la empresa, por lo que se llevará a cabo un **análisis externo**. Esto es, se analizarán las principales amenazas y oportunidades que no dependen de la propia empresa:

Amenazas:

- Existe un posible aumento del precio de la mano de obra y de las materias primas provocado por la recuperación económica, lo cual podría traducirse en un aumento del precio de sus productos y, con ello, una disminución de clientes.
- Cuenta con una fuerte rivalidad competitiva en España y todo el mundo, y sus competidores cada vez son más numerosos y más fuertes debido a las bajas barreras de entrada existentes en el sector textil.
- Se aprecia una gran rapidez de cambios de hábitos de consumo porque los clientes cada vez son más exigentes. Este hecho está muy unido a la existencia de multitud de competidores en el sector textil, lo cual hace que los consumidores tengan cada vez más poder de negociación.
- Condicionada la expansión de la empresa en el extranjero por las diferencias culturales, lo cual puede dificultar su expansión internacional en países poco afines culturalmente a España.

Oportunidades:

- Cuenta con la oportunidad del auge de las tiendas *outlet*, ya que tiene la posibilidad de vender a precios aún más asequibles sus stocks fuera de temporada.
- Tiene la oportunidad de ampliar su público objetivo (target) a niños o tallas especiales (tallas XL).
- Existen nuevos medios de publicidad gratuita para las empresas, como es el caso del uso de *bloggers* que visten con ropa de la marca y la publicitan mediante sus redes sociales a cambio de un precio mínimo para la empresa.
- Tiene la posibilidad de beneficiarse de un aumento de sus ventas gracias a la progresiva recuperación del consumo impulsada por la mejora económica que está experimentando España.

A continuación, se adjunta un **gráfico resumen** del análisis DAFO anteriormente realizado:

Gráfico -1- Resumen análisis DAFO:



Fuente: Elaboración propia

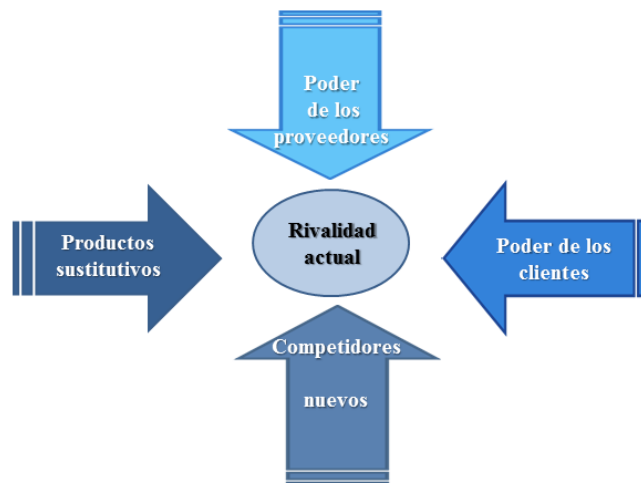
2.4. Análisis de las cinco fuerzas de Porter⁹

Las cinco fuerzas de Porter es uno de los modelos más famosos que elaboró el economista **Michael E. PORTER** en 1979. Para poder analizar la estrategia competitiva de la empresa, se necesita estudiar el sector industrial concreto al que ésta pertenece. Lo que se hace concretamente con este modelo, es un completo análisis de la empresa a través del **estudio de la industria** a la que pertenece, con el objetivo de conocer dónde se encuentra ésta dentro de su sector, es decir, en comparación con el resto de compañías competentes.

Cualquiera que sea el sector, se pueden encontrar reglas de competencia, las cuales pueden englobarse en **cinco fuerzas competitivas** fundamentales: la entrada de nuevos competidores, la amenaza de productos sustitutivos, el poder de negociación de los compradores, el poder de negociación de los proveedores y la rivalidad entre los competidores actuales.

Si una empresa cuenta con estas cinco fuerzas competitivas mencionadas, tendrá capacidad para ganar dentro de su sector, es decir, podrá obtener una rentabilidad de sus inversiones superior a su coste de capital. A su vez, las cinco fuerzas influyen en los precios, los costes y la inversión requerida del sector del que se trate.

Gráfico -2- Resumen cinco fuerzas de Porter:



Fuente: Elaboración propia

Así mismo, el análisis de las cinco fuerzas de Porter en la empresa objeto de estudio es el siguiente:

⁹ PORTER, Michael E. (1991): *Ventaja Competitiva. Creación y sostenimiento de un desempeño superior*. Buenos Aires: Rei Argentina SA.

Entrada de nuevos competidores

La entrada de nuevos competidores al mercado está condicionada por la existencia o no de barreras de entrada, como patentes, economías de escala, requisitos de capital importantes, costes de transferencias, acceso a la distribución, etc.

Por lo general, las empresas textiles son empresas grandes que se benefician de economías de escala y consiguen contratos atractivos con proveedores. Liwe Española es un ejemplo de ello.

El desembarco de competidores internacionales en el mercado nacional sí puede presentar una amenaza, no obstante se puede decir que la amenaza de entrada de nuevos competidores en el mercado de la distribución minorista de ropa sigue siendo relativamente baja.

Amenaza de productos sustitutivos

En el caso de la industria textil, puede resultar más correcto hablar de marcas de sustitución, más que de productos sustitutivos, ya que, dentro de este sector, todos los productos satisfacen la misma necesidad, solo cambia el fabricante y/o el diseño.

La industria textil está en constante cambio debido a las diferentes modas. Por ello, las empresas deben evitar la obsolescencia de sus productos, es decir, quedarse atrás con respecto a sus competidores, lo cual puede provocar la pérdida de clientes. Debido a la internalización de la producción en los países *low-cost*, las marcas compiten cada vez más agresivamente en mejorar la relación calidad-precio de sus productos.

En el caso de Liwe Española, al contar con tanta competencia, busca mantener productos a la moda, mientras mantiene su buena relación calidad-precio. Como el resto de sus competidores, por lo general, sus productos cuentan con un ciclo de vida corto, debido a que siguen las tendencias que cambian cada temporada.

Finalmente, los márgenes comerciales de este sector pueden llegar a ser bastante altos, sobre todo cuando la marca es fuerte. Por lo que se puede concluir que la amenaza de sustitución es relativamente alta y un factor que no se puede descuidar.

Poder de negociación de los compradores

Los clientes del sector textil son muy numerosos, pero están escasamente organizados para defender sus intereses, ya que realizan las compras de manera individual, aunque cuando se concentran, asociados en grupos grandes o cuando compran cantidades elevadas, pueden tener un cierto poder de negociación.

Por lo tanto, se puede concluir que en este sector el cliente no tiene demasiado poder de negociación en comparación con otros sectores.

Poder de negociación de los proveedores

La capacidad de negociación de los proveedores depende de las características del sector, tales como el número de proveedores necesarios, su importancia en la cadena de valor o su concentración. En el caso del sector textil, existen multitud de proveedores, lo que origina que el cliente (la empresa textil) presione e imponga condiciones favorables a sus intereses. Sabiendo que los grandes grupos o cadenas están integrados verticalmente, como es el caso de Liwe Española, y que gran parte de su proceso de producción se realiza en sus propias fábricas, subcontratando solo para algunas fases de dicho proceso, los proveedores no tienen apenas poder de negociación.

Rivalidad entre los competidores actuales

Esta última fuerza de Porter hace referencia a la actuación de los competidores existentes en la industria en un determinado momento. A medida que la competencia se intensifica, se reduce la posibilidad de obtener rentas mayores, y, por tanto, el atractivo de la industria disminuye.

En cuanto al sector textil, la competitividad es elevada y agresiva, tanto en precios como en calidad, innovación o diseño. Liwe Española se enfrenta con empresas extranjeras como H&M, y nacionales que operan también fuera de España como Inditex. Por tanto, es una industria fragmentada. A su vez, es un sector maduro y saturado por la cantidad de competencia y productos ofertados, por ello el ritmo de crecimiento es reducido.

Para las empresas de la industria textil las barreras de movilidad dentro de esta industria son pequeñas, ya que una vez tienen la maquinaria y la tecnología necesaria para producir, es prácticamente igual fabricar un producto que otro.

3. Modalidad de negociación *Fixing*

Como se ha comentado anteriormente, la principal peculiaridad de la empresa objeto de estudio es que cotiza en la bolsa española mediante el **sistema *Fixing***¹⁰. Por ello, a continuación, se va a realizar una explicación teórica más detallada de esta modalidad de negociación para finalizar con un análisis de la cotización de la empresa.

¹⁰ ABAD DÍAZ, David; RUBIA SERRANO, Antonio (2003): Actividad, volatilidad y rendimiento en el sistema *Fixing* español, una evaluación empírica. *Moneda y crédito*, nº 217, pp. 45-72.

3.1. Explicación teórica del modelo de negociación

El modelo de negociación *Fixing* “se implantó durante 1998 en el mercado español y representa una fórmula alternativa al sistema tradicional de negociación continua, aplicable a aquellos valores que reúnen una serie de determinadas características”¹¹.

Este sistema de negociación¹² está reservado para valores que cuentan con una menor liquidez y baja frecuencia de contratación, con el objetivo de reducir la volatilidad de sus precios y aumentar su liquidez. A pesar de que ese fue el objetivo de su creación, el estudio realizado por ABAD DÍAZ David y RUBIA SERRANO Antonio establece lo siguiente: “La conclusión a la que se llega en este estudio es que la evidencia observada parece ser contraria a las expectativas que motivaron la implantación del nuevo sistema de contratación, pues se observa un empeoramiento significativo en los niveles de liquidez y rentabilidad y, en cambio, no se observa disminución aparente en el nivel de volatilidad”. Por ello, según las evidencias empíricas parece que existe cierto rechazo hacia este sistema de negociación por parte de los inversores.

Este sistema consiste en la negociación mediante la **fijación de precios** en subasta, gracias a la confluencia de la oferta y la demanda¹³. Así pues, el modelo *Fixing* consta de **dos subastas** con el objetivo de fijar nuevos precios de negociación¹⁴:

- Primera subasta: Es la denominada **subasta de apertura** y abarca desde las 8:30 hasta las 12:00 horas, durante la cual es posible introducir, modificar y cancelar las órdenes de compra-venta, con un cierre aleatorio de treinta segundos y se produce la primera fijación de precios de negociación al final de ésta.
- Segunda subasta: Es la denominada **subasta de cierre** y abarca desde las 12:00 hasta las 16:00 horas, con otro cierre aleatorio de treinta segundos y la segunda fijación de precios de negociación.

El sistema de contratación *Fixing* permite introducir órdenes de compra-venta durante todo el día, si bien, las operaciones se casan al cierre de las dos subastas mencionadas anteriormente, siempre y cuando exista contraparte.

¹¹ ABAD DÍAZ, David; RUBIA SERRANO, Antonio (1999): *Evaluation of the fixing trading system in the spanish market*. Valencia: Universidad de Alicante. 1ª edición.

¹² Sistemas similares operan en los mercados alemán, italiano y francés.

¹³ Disponible en internet:

http://www.cnmv.es/TutorialesInversores/OrdenesValores/01_CNMV_accesible/050001.htm

Fecha de consulta: 22 de marzo de 2016.

¹⁴ Disponible en internet: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/mercado-continuo.html>

Fecha de consulta: 22 de marzo de 2016.

El precio de cierre de sesión es el resultante de la segunda subasta. En el caso de que se hayan negociado en ella menos de doscientos títulos, el precio de cierre será el más cercano al precio medio ponderado de entre los precios correspondientes a las doscientas últimas unidades de contratación negociadas.

Con todo, a las 12:00 y a las 16:00 horas se fijan los dos precios de equilibrio al cruzarse las operaciones acumuladas (siempre y cuando haya oferta y demanda que se pueda cruzar) para, posteriormente, asignar los títulos que puedan ejecutarse al precio fijado en cada subasta. Después de dicha asignación de títulos, el mercado cuenta con información sobre el precio, el volumen, la hora de cada negociación y la identidad de los participantes. No obstante, en esta modalidad de negociación el libro de órdenes no es público.

Las empresas que negocian mediante el sistema descrito, cotizan en el **Mercado de Corros Electrónico**. Según establece la Comisión Nacional del Mercado de Valores¹⁵: “La mayor parte de la negociación que tiene lugar en el mercado bursátil español se hace a través del sistema de interconexión bursátil (SIBE). Existe, no obstante, otra plataforma de negociación (de volumen mucho más reducido) al margen de este sistema, es el denominado corro electrónico. El corro electrónico nace del traspaso hecho en julio de 2009 de los valores de renta variable que cotizaban en los antiguosorros de “viva voz” a un sistema de contratación electrónica. La contratación se hace entre las 8.30 y las 16.00 en modalidad de fixing”.

3.2. Análisis de la cotización de la empresa¹⁶

Liwe Española es una empresa que cotiza en la Bolsa de Madrid en el corro electrónico mediante el sistema de negociación *fixing*, y cuenta con un capital admitido a cotización de 5.249.752,20 euros.

Su **capitalización bursátil**¹⁷, calculada únicamente con acciones admitidas a cotización, ha presentado un gran crecimiento a lo largo de los últimos cuatro años, llegando incluso a aumentar en casi un 90 por ciento del año 2012 al 2013 (pasando de 9.616 a 18.316 miles de euros) y en un 4,15 por ciento lo que va de año 2016, calculado hasta el 24 de marzo (pasando de 19.166 a 19.999 miles de euros).

¹⁵ Disponible en internet:

http://www.cnmv.es/TutorialesInversores/OrdenesValores/01_CNMV_accesible/050001.htm Fecha de consulta: 14 de mayo de 2016.

¹⁶ Disponible en internet:

<http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0158545030&ClvEmis=58545>

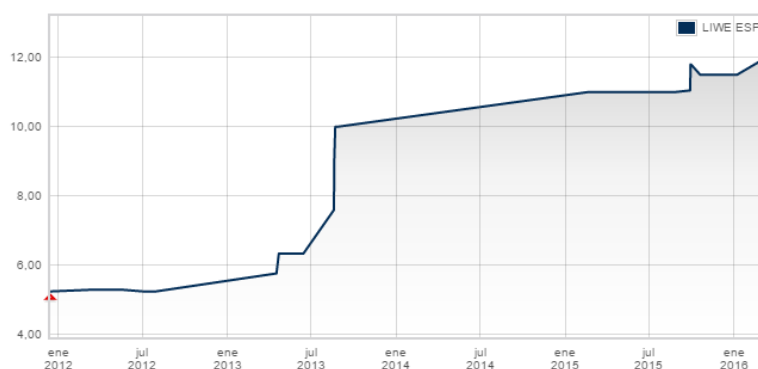
Fecha de consulta: 27 de marzo de 2016.

¹⁷ Capitalización bursátil = nº de acciones cotizadas * precio por acción

En cambio, el **número de acciones** admitidas a cotización ha permanecido muy constante en los últimos años, con una reducción de aproximadamente un 9 por ciento del año 2013 al 2014, pasando de 1.832.000 a 1.667.000 acciones.

La diferencia, por tanto, se encuentra en el **precio de dichas acciones** medido por los precios de cierre de cada periodo. Del año 2012 al 2013, el precio de las acciones de Liwe Española presentó una revalorización de más del 90 por ciento (al igual que la cotización), manteniéndose en 10 euros por acción durante los años 2013 y 2014. Posteriormente, sufrió otra subida del 15 por ciento, para pasar de 11,50 a 12 euros por acción en lo que va de año 2016 (calculado hasta el 24 de marzo).

Gráfico -3- Resumen de la cotización de Liwe Española:



Fuente: www.bolsademadrid.es

Como se puede apreciar en el gráfico anterior, las acciones de Liwe Española cotizaban a 5,30 euros en enero del año 2012. Posteriormente, presentaron una notable revalorización (de más del 90 por ciento) a finales del año 2013 y se fijó un precio de 10 euros. A partir de ese momento, ha continuado su crecimiento de una forma más progresiva y estable y, actualmente, la acción se encuentra a un precio de 12 euros. Como se puede observar, hasta el momento, la cotización de sus acciones parece mostrar una ligera **tendencia alcista**, lo cual puede ser un buen indicador de que la empresa va bien y tiene un futuro prometedor, ya que los inversores continúan confiando en ella invirtiendo en su capital.

Debido a que en esta modalidad de negociación, únicamente, se casan las operaciones en dos momentos del día, a las 12:00 y las 16:00 horas, se puede apreciar en el gráfico la poca volatilidad que sufren los valores de Liwe Española, a diferencia de cualquier otro valor que cotice mediante el sistema de negociación habitual. Así mismo, los valores de esta empresa solo han cambiado de valor tres veces durante el último año 2015.

Desde hace ya varios meses, “el escenario de largo plazo en el que viene moviéndose el título continúa siendo alcista. No se aprecian, además, síntomas de agotamiento en esta tendencia que sirvan de aviso sobre un posible cambio de la misma”¹⁸.

4. Análisis del sector textil

Liwe Española es una empresa que pertenece al sector textil, dedicada a la producción y comercialización de prendas de vestir y calzado, tanto femenino como masculino. Por ello, el análisis de dicho sector en su conjunto y de sus principales competidores, son aspectos muy relevantes a la hora de valorar la compañía.

El sector textil y confección es un **sector maduro**, que presenta un comportamiento favorable, en términos generales, en cuanto al crecimiento industrial y a la generación de empleo.

Antes de comenzar el análisis, es importante conocer qué abarca el sector textil. Para ello, se presentan los subsectores que éste incluye, ya que, es necesario tener conciencia de ellos a la hora de determinar los competidores de la empresa objeto de estudio. Por tanto, el **sector textil y confección** comprende los siguientes **subsectores**¹⁹:

- Preparación e hilado de fibras textiles (Grupo 13.1, CNAE-2009)
- Fabricación de tejidos textiles (Grupo 13.2, CNAE-2009)
- Acabado de textiles (Grupo 13.3, CNAE-2009)
- Fabricación de otros productos textiles (Grupo 13.9, CNAE-2009)
- Confección de prendas de vestir (Grupo 14.1, CNAE-2009)
- Fabricación de artículos de peletería (Grupo 14.2, CNAE-2009)
- Confección de prendas de vestir de punto (Grupo 14.3, CNAE-2009)

A continuación, se va a llevar a cabo un análisis del sector textil en el ámbito nacional, debido a que más del 90 por ciento de la facturación de la empresa proviene de España y, por tanto, su estructura afecta a la empresa en mayor proporción que el sector textil internacional.

¹⁸ Disponible en internet: <http://www.bolsamania.com/analisis-tecnico/LIWE-ESPANOLA-R-ES0158545030-100099370-355/ficha-cotizacion.html> Fecha de consulta: 5 de mayo de 2016.

¹⁹ Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Hacienda. Disponible en internet: http://www.ine.es/daco/daco42/clasificaciones/cnae09/cnae_2009_rd.pdf Fecha de consulta: 27 de marzo de 2016.

Posteriormente, se analizarán los principales competidores con los que cuenta Liwe Española, ya que, conocer la competencia es un factor clave para analizar el entorno específico que afecta directamente a los resultados previstos de la compañía.

4.1. Sector textil en España

El sector textil se sitúa en España como uno de los sectores económicos más importantes, representando, en el año 2015, un 2,7 por ciento del PIB del país²⁰.

Al igual que en el resto de países desarrollados, en ámbito nacional, este sector se ha caracterizado por una deslocalización extrema de su producción²¹. Esto ha sido provocado por dos causas principales: la **globalización** y la **crisis financiera**.

En cuanto a la primera de ellas, gracias a la liberalización de los intercambios mundiales, y, en especial, a la desaparición en el año 2005 de las limitaciones a las importaciones de productos textiles²², se facilitó la concentración de la producción en países en desarrollo, mientras que, la comercialización, se seguía llevando a cabo en el resto del mundo.

En segundo lugar, debido a las grandes diferencias existentes en los costes de mano de obra, producción e instalaciones, las empresas textiles, afectadas por la crisis financiera (y la consiguiente reducción de sus ventas y márgenes operativos), se ven obligadas a exportar o subcontratar la totalidad o parte de su producción a países emergentes.

Todo ello, provocó una **deslocalización industrial**, trasladada, en gran parte, a los países asiáticos, causando una considerable reducción de la industria textil en España, ya que, los empresarios solamente mantuvieron en el ámbito local el diseño de sus colecciones y muchas pequeñas empresas textiles tuvieron que cerrar. De esta forma, la mayoría de los fabricantes de productos textiles en España se convirtieron en distribuidores, utilizando sus fábricas como simples almacenes logísticos.

²⁰ CESCE: *Informe sectorial de la economía española 2015. Sector textil*. Disponible en internet: <http://www.saladeprensacesce.com/informe-sectorial-2015/sectores/sector8/pdf/08-TEXTIL.pdf> Fecha de consulta: 29 de marzo de 2016.

²¹ Ministerio de Industria, Comercio y Turismo (2006): *El comercio textil en España*. Disponible en internet: http://www.comercio.mineco.gob.es/es-ES/comercio-interior/Distribucion-Comercial-Estadisticas-y-Estudios/Pdf/InformeComercioTextil_2007.pdf (Pinchar en “cancelar” las credenciales). Fecha de consulta: 28 de marzo de 2016.

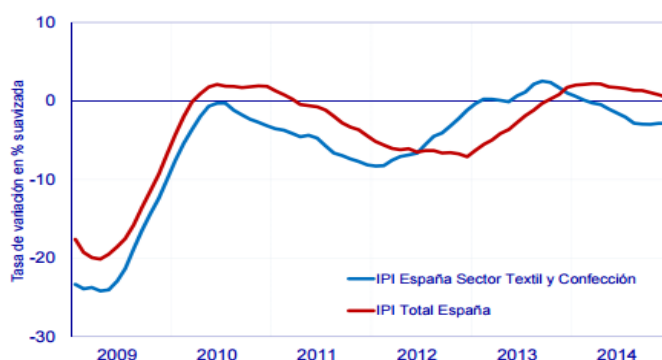
²² Organización Mundial del Comercio: *Acuerdo sobre los Textiles y el Vestido (ATV)*. Disponible en internet: https://www.wto.org/spanish/docs_s/legal_s/16-tex_s.htm Fecha de consulta: 28 de marzo de 2016.

A su vez, se produjo un **aumento de la competencia de las importaciones** procedentes de países en desarrollo, lo que generó una deflación de los precios en el sector textil, provocando así una reducción de sus márgenes²³.

Con todo, en la última década, el sector textil español ha sufrido un **proceso de transformación** profunda, especialmente, desde el punto de vista de los confeccionistas, ya que se perdió gran parte del mercado interno por las importaciones.

Como puede apreciarse en el gráfico siguiente aportado por el Ministerio de Industria, Energía y Turismo²⁴, el **Índice de Producción Industrial del sector textil y confección** ha presentado tasas de variación negativas en el año 2013 y 2014 y la evolución general del sector textil y confección ha seguido las mismas tendencias que el conjunto de la industria española, aunque de forma más desfavorable (excepto en los años 2012 y 2013). A partir del 2014, se rompe la tendencia negativa.

Gráfico -4- Evolución del Índice de Producción Industrial (IPI) en España en el sector textil:



Fuente: INE (IPI, Índice de Producción Industrial); EUROSTAT; MINETUR
Ámbito sectorial: RAMI 16, CNAE-2009 Divisiones 13 y 14 (Textil y confección)

En el año 2015, según los datos del Ministerio de Industria, Energía y Turismo, el proceso de deslocalización descrito anteriormente se frenó, reduciendo en gran medida tanto las exportaciones como las importaciones referentes al sector textil. Esto se ha visto reflejado,

²³ Observatorio Industrial del Sector Textil/Confección: *Previsiones sobre la evolución del sector textil-confección en el horizonte de 2015*. Disponible en internet: [http://www.industria.ccoo.es/comunes/recursos/99927/308012-Prevision sobre la evolucion del sector textil - confeccion en el horizonte 2015.pdf](http://www.industria.ccoo.es/comunes/recursos/99927/308012-Prevision%20sobre%20la%20evolucion%20del%20sector%20textil%20-%20confeccion%20en%20el%20horizonte%202015.pdf) Fecha de consulta: 30 de marzo de 2016.

²⁴ Ministerio de Industria, Energía y Turismo (Abril 2015): *Presentaciones sectoriales. Sector textil y Confección*. Disponible en internet: <http://www.minetur.gob.es/es-ES/IndicadoresyEstadisticas/Presentaciones%20sectoriales/Textil%20y%20confecci%C3%B3n.pdf> Fecha de consulta: 28 de marzo de 2016.

principalmente, en el aumento del número de empresas textiles radicadas en España, lo que lleva aparejados, a su vez, un aumento en el valor de la producción y el empleo.

En cuanto a la visión al futuro, las **expectativas de crecimiento** del sector textil en España son muy positivas, ya que se espera que en el año 2019 el gasto en productos textiles ascienda a 26.137 millones de euros, lo que supone un incremento del 10,6 por ciento respecto a las cifras actuales²⁵.

4.2. Principales competidores

El conocimiento de la competencia es un factor fundamental para el análisis del entorno específico de la compañía. Es tan importante estudiar a los **competidores más semejantes** en cuanto a tamaño, como a los **líderes del sector**, de los cuales la empresa puede aprender y sacar información sobre diferentes aspectos, como, por ejemplo, la estructura de su deuda.

El primer paso para conocer a los competidores de una empresa es encontrar a los principales grupos empresariales que forman parte de su mismo sector (en este caso, el sector textil). De esta forma, se podrán seleccionar los grupos que se asemejen más a la empresa objeto de estudio.

A continuación, se puede observar un gráfico que resume a la perfección el entorno competitivo de Liwe Española dentro del **ámbito nacional**. En él, se pueden apreciar con claridad los líderes del sector (Inditex y Mango), así como los grupos de menor dimensión. Es importante recalcar que en el presente gráfico se incluyen las quince empresas o grupos de mayor dimensión y actividad en España en diferentes negocios: ropa, calzado o complementos. Por lo tanto, no todas ellas son competidoras directas de Liwe Española.

²⁵ Strategic Research Center de EAE: *El sector textil y el gasto en prendas de vestir 2015*. Disponible en internet: <http://www.eae.es/news/2015/10/05/crece-el-mercado-textil-espanol-hasta-superar-los-26.600-millones-de-facturacion> Fecha de consulta: 12 de febrero de 2016.

Gráfico -5- El mapa de la moda. Los grandes grupos de moda en España:



Fuente: www.modaes.es

Para realizar el análisis de la competencia, se van a llevar a cabo **estratos** escogiendo dos empresas de cada tamaño: grande, mediano y pequeño. La elección de la muestra objeto de estudio se realizará según la semejanza a Liwe Española, teniendo en cuenta la disponibilidad de las cuentas de cada una de ellas, ya que, esas mismas empresas serán las utilizadas para el análisis económico-financiero realizado más adelante.

En primer lugar, en cuanto a las empresas **grandes** del sector textil, se realizará un breve análisis de los dos grupos líderes en España: Inditex y Mango.

El grupo **Inditex**²⁶ es uno de los principales distribuidores de moda de todo el mundo, y el grupo textil líder en España. Cuenta con ocho grupos comerciales y más de 7.000 tiendas en 88 mercados diferentes, en los cinco continentes. Está dirigido a todo tipo de público, y, en el ejercicio 2015, obtuvo unas ventas totales de 20.900 millones de euros, las cuales suponen un 15,4 por ciento más que en año 2014. Inditex cotiza en bolsa desde 2001 y forma parte de índices bursátiles como Ibex 35, FTSE Eurotop 100 y Eurostoxx 600 e índices de sostenibilidad como Ftse4Good y Dow Jones Sustainability.

Por otro lado, se encuentra **Mango**, segundo grupo textil en España y, al igual que Inditex, está dirigido a todo tipo de público. Cuenta con más de 2.700 puntos de venta en más de 100 países, muchas de ellas en sistema de franquicia. El grupo obtuvo unas ventas de 2.017

²⁶ Disponible en internet: http://www.inditex.com/es/our_group Fecha de consulta: 6 de abril de 2016.

millones de euros en el ejercicio de 2014 (según las últimas cuentas publicadas)²⁷, que significaron un aumento del 9,3 por ciento con respecto a 2013, pero, a su vez, una disminución del 11 por ciento de su beneficio. A diferencia que Inditex, Mango es una Sociedad Limitada, por lo que no cotiza en bolsa.

En segundo lugar, las compañías que forman parte de la muestra estudiada que se pueden clasificar como **medianas**, son Pepe Jeans y Textil Lonia.

Pepe Jeans es una empresa fundada en Londres, donde se encuentra su sede principal, mientras que, sus oficinas centrales se ubican en España. Sus fundadores solo son propietarios de la marca en Estados Unidos, ya que, en el resto del mundo, es propietaria la sede española. Durante los últimos años, ha presentado un crecimiento muy destacable, consiguiendo una cifra de negocios de aproximadamente 550 millones de euros en el ejercicio pasado, lo cual supone un crecimiento del 6 por ciento con respecto al año anterior. Cuenta con 2.700 empleados que la compañía tiene distribuidos en sus 300 puntos de venta de 19 países del mundo²⁸. Además, comercializa las marcas de Hackett y Tommy Hilfiger.

Sociedad Textil Lonia²⁹ es el grupo formado por las marcas de gama alta Purificación García y Carolina Herrera de gran prestigio a nivel internacional. El grupo cuenta con tiendas en cuatro continentes y con una plantilla de más de 2500 empleados. Al igual que Pepe Jeans, presenta un crecimiento muy positivo y, en el último año, ha disparado su beneficio un 15 por ciento y su cifra de negocios en casi un 6 por ciento, situándose en aproximadamente 307 millones de euros.

Por último, como empresas **pequeñas** y, por tanto, más semejantes a Liwe Española en cuanto a su tamaño, se utilizarán para el análisis Bimba y Lola y Adolfo Domínguez.

En primer lugar, **Bimba y Lola** es una compañía de las sobrinas de Adolfo Domínguez. En el ejercicio de 2015 ha alcanzado por primera vez en su historia los 100 millones de euros de facturación, lo que supone un crecimiento de más de un 17 por ciento con respecto al ejercicio anterior. La empresa está presente en 17 países con 210 puntos de venta, y está apostando fuertemente por la internacionalización³⁰.

²⁷ Según la base de datos Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI). Fecha de consulta: 7 de abril de 2016.

²⁸ Disponible en internet: http://www.meta4.es/files/case-studies/CS_Pepe_jeans_ESP.pdf Fecha de consulta: 10 de abril de 2016.

²⁹ Disponible en internet: <http://www.stlonia.com/es/el-grupo/3> Fecha de consulta: 11 de abril de 2016.

³⁰ Disponible en internet: <http://www.economiadigital.es/gles/notices/2016/03/bimba-y-lola-se-hace-mayor-y-supera-por-primera-vez-los-100-millones-en-ventas-72917.php> Fecha de consulta: 12 de abril de 2016.

Para terminar con el breve análisis de la competencia de Liwe Española, se encuentra **Adolfo Domínguez**³¹. La empresa familiar ha perdido el posicionamiento del que gozaba en los años 80 y 90, ya que está atravesando una crisis financiera importante, presentando resultados del ejercicio negativos desde hace varios años. Por ello, en menos de cuatro años, ha cerrado aproximadamente 157 tiendas que consideraba no rentables y, aun así, parece no recuperarse.

5. Análisis económico-financiero

En el presente apartado se va a llevar a cabo un análisis económico-financiero mediante ratios para conocer en profundidad a la empresa en comparación con los competidores mencionados en el apartado anterior. Este análisis consiste en una valoración totalmente objetiva de los datos históricos de las empresas.

Para la obtención de la información financiera necesaria para su cálculo, se va a utilizar de apoyo la **base de datos Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI)**, así como las respectivas **cuentas anuales** publicadas de las empresas cotizadas³².

La base de datos Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI) es una base de datos privada, con objetivo de cubrir el universo empresarial y perteneciente al Bureau Van Dijk (BvD)³³. En España se distribuye por Informa D&B, S.A. y cuenta con más de 1.200.000 sociedades españolas y 350.000 sociedades portuguesas.

La utilización de la base de datos Sistema de Análisis de Balances Ibéricos presenta la ventaja de poder disponer de una amplia muestra de empresas de todos los sectores de actividades (FERNÁNDEZ DE GUEVARA, 2011: pp. 16-17), debido a que “reproduce adecuadamente el peso de cada segmento analizado por tamaños, comunidades autónomas y ramas de actividad” (CRESPO *et al.*, 2007, p. 25), considerándose, por tanto, “una base de datos representativa de la realidad empresarial española”.

5.1. Análisis mediante ratios³⁴

Para llevar a cabo el análisis económico-financiero se van a calcular **seis ratios** fundamentales a partir de los datos obtenidos mediante la base de datos SABI de los seis competidores de Liwe Española, así como de la misma. Se utiliza para el análisis el periodo comprendido entre

³¹ Disponible en internet: <http://www.adolfodominguez.com/corporate/> Fecha de consulta: 12 de abril de 2016.

³² Comisión Nacional del Mercado de Valores. Disponible en internet: <http://cnmv.es/portal/Consultas/BusquedaPorEntidad.aspx> Fecha de consulta: 10 de abril de 2016.

³³ Disponible en internet: <http://www.bvdinfo.com/en-gb/about-bvd/overview> Fecha de consulta: 3 de abril de 2016.

³⁴ Todos los cálculos de las ratios están calculados en miles de euros.

los años 2008 y 2014, ya que es el periodo del que se dispone información en todas las empresas.

Las ratios son relaciones básicas entre las masas patrimoniales que proporcionan una información sintética de la situación económico-financiera de una sociedad. Desde la perspectiva externa, con las ratios se puede diagnosticar el estado de una sociedad así como permitir comparar ésta o un grupo de sociedades entre sí y analizar su evolución en el tiempo³⁵.

5.1.1. Ratios de liquidez

El análisis comienza con el **corto plazo**, centrándose en la capacidad de las empresas para hacer frente a sus deudas más inmediatas. La principal finalidad de estas ratios es diagnosticar la capacidad que tiene una empresa para generar tesorería mediante su propio ciclo de explotación³⁶.

Ratio de liquidez

La ratio de liquidez tiene en cuenta la totalidad del activo y del pasivo corriente, y se expresa en tanto por uno o en número de veces. Lo recomendable es que dicha ratio no sea mucho mayor que la unidad, porque, de lo contrario, la empresa podría contar con fondos ociosos. Puede calcularse a partir de la siguiente expresión:

$$\text{Liquidez General} = \frac{\text{Activo Circulante}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

En primer lugar, se comienza el análisis con la empresa líder del sector: **Inditex**. Como podemos observar en la tabla de ratios, su ratio de liquidez es mucho mayor que la unidad todos los años, incluso, en media, muy cercano a dos. Esto podría deberse a la existencia de fondos ociosos, pero en una cantidad poco significativa.

En segundo lugar, se encuentra **Mango**, la segunda empresa textil en España. Sus ratios de liquidez son bastante superiores que en el caso de Inditex, excepto en el año 2010, donde se aprecia una disminución de la ratio en una cuantía considerable. A excepción de ese año, la ratio se mantiene superior a dos, lo cual puede provocar una reducción de eficiencia por la existencia de fondos ociosos.

³⁵ AMAT, 2000; MARTÍNEZ, 2005

³⁶ Disponible en internet: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/ratios-de-liquidez.html> Fecha de consulta: 3 de mayo de 2016.

En tercer lugar, y comenzando con las empresas de mediano tamaño, está **Pepe Jeans**. Sus ratios de liquidez son muy cercanos a la unidad, lo que significa que cuenta con pocos fondos ociosos, ya que es capaz de hacer frente a sus deudas a corto plazo con casi la totalidad de sus activos corrientes.

A continuación, **Sociedad Textil Lonia** cuenta con unas ratios de liquidez semejantes a Mango, aunque algo superiores. Sus datos no parecen presentar signos de alarma, pero sería recomendable que fuesen algo más bajos. Principalmente, destaca su tendencia alcista que podría sugerir cambios en su estructura de balance.

En cuanto a las empresas de reducida dimensión, se encuentran Adolfo Domínguez y Bimba y Lola. **Adolfo Domínguez** presenta unas ratios de liquidez con valores semejantes a Sociedad Textil Lonia, pero, a diferencia de ésta última, Adolfo Domínguez no sigue una tendencia alcista, por lo que es algo positivo. Al igual que en el resto de casos, los valores altos en estas ratios podrían ser ocasionados por la existencia de fondos ociosos, lo cual, en esta empresa, tiene sentido por la reducción de ventas que está sufriendo, así como sus pérdidas anuales.

Para terminar con los competidores, **Bimba y Lola** cuenta con unas ratios con valores muy favorables, cercanos a la unidad. Por lo que esta empresa con su ciclo de explotación es capaz de hacer frente a sus deudas más inmediatas, y, después de ello, no tener muchos fondos ociosos.

En cuanto a **Liwe Española**, sus ratios son las más bajas del grupo comparativo, con valores muy próximos a la unidad. Durante los años 2010 y 2014 su pasivo corriente, es decir, sus deudas a corto plazo, superaron a su activo corriente, por lo que, en esos años, la empresa con su ciclo de explotación no fue capaz de hacer frente a las obligaciones que vencían en ese mismo ejercicio. A pesar de ello, la diferencia fue poco significativa como para presentar signos de alarma, ya que, prácticamente, las ratios alcanzan la unidad. A lo que esta ratio se refiere, Liwe Española guarda más semejanza a Bimba y Lola y Pepe Jeans, a pesar de que su actividad y su público objetivo no sean comparables.

Tabla -6- Resumen ratios de liquidez general:

TAMAÑO	EMPRESAS	RATIO DE LIQUIDEZ						
		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
GRANDES	INDITEX	1,365	1,711	1,945	2,012	1,920	1,954	1,896
	MANGO	2,488	2,389	1,055	2,132	2,321	2,099	2,072
MEDIANAS	PEPE JEANS	1,417	1,859	1,514	1,357	1,430	1,416	1,451
	SOCIEDAD TEXTIL LONIA	2,136	2,163	2,202	2,281	2,841	3,284	3,452
PEQUEÑAS	ADOLFO DOMÍNGUEZ	2,956	3,296	3,049	2,444	3,635	2,917	2,272
	BIMBAY LOLA	1,120	1,383	1,544	1,442	1,350	1,711	1,507
	LIWE ESPAÑOLA	1,222	1,094	0,936	1,015	1,049	1,096	0,987

Fuente: Elaboración propia

Test Ácido

El Test Ácido es una ratio más precisa para medir la liquidez de la empresa a corto plazo, ya que elimina las existencias, que es la parte del activo menos líquida. Puede expresarse con la siguiente fórmula:

$$\text{Test Ácido} = \frac{\text{Activo Circulante} - \text{Existencias}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

En primer lugar, **Inditex**, como puede observarse en la tabla resumen, cuenta con una elevada cantidad de existencias en su balance, lo cual hacía que la ratio de liquidez analizada anteriormente aumentase. Por lo tanto, estos datos informan de que esta empresa cuenta con pocos fondos ociosos, ya que su ratio, eliminando existencias, está muy cercana a la unidad durante todos los años analizados.

En el mismo sentido, **Mango** también cuenta con un elevado número de existencias en su activo corriente, lo cual hace aumentar en gran medida el ratio de liquidez. Una vez eliminadas las existencias, se puede observar cómo, al igual que Inditex, sus ratios se acercan a la unidad, o lo que es lo mismo, cuentan con pocos fondos ociosos. En el año 2010 podría haber ciertas complicaciones para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo, ya que su activo circulante era menor.

En cuanto a las empresas de mediana dimensión, en **Pepe Jeans**, una vez eliminadas las existencias, se puede apreciar una disminución no muy considerable de la ratio. Lo que significa que no cuenta con demasiadas existencias en su balance, y que podría tener ciertas dificultades de liquidez (excepto en los años 2009 y 2010) por contar con un activo corriente inferior a su pasivo corriente.

En el caso de **Sociedad Textil Lonía**, se aprecia un aumento de fondos ociosos una vez descontadas las existencias, sobre todo en los años 2013 y 2014, presentando una tendencia alcista, lo cual es un factor negativo en cuanto a la liquidez de la empresa se refiere.

En **Adolfo Domínguez** el caso es preocupante, ya que, su activo corriente está formado fundamentalmente por existencias, las cuales son la parte del activo menos líquida. Por ello, esta empresa está presentando problemas de liquidez importantes, porque no puede hacer frente a sus deudas a corto plazo ninguno de los años analizados.

Por último, **Bimba y Lola** tampoco es capaz de hacer frente a sus deudas a corto plazo una vez eliminadas las existencias del activo circulante, ya que su ratio es inferior a la unidad en todo el periodo analizado.

En cuanto a **Liwe Española**, cuenta con un pasivo circulante excesivamente alto en relación a su activo circulante, una vez eliminadas las existencias. A su vez, sus existencias suponen más de la mitad de su activo circulante, lo que puede significar que posee demasiado inventario. Sería recomendable que vendiese existencias para, de esta forma, obtener liquidez, y poder hacer frente a sus deudas a corto plazo. En relación a esta ratio, la empresa estudiada se asemeja a Bimba y Lola y a Adolfo Domínguez, ya que las tres empresas cuentan con ratios menores a la unidad durante todo el periodo analizado.

Tabla -7- Resumen Test Ácido:

TAMAÑO	EMPRESAS	TEST ÁCIDO						
		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
GRANDES	INDITEX	0,924	1,280	1,491	1,539	1,467	1,470	1,399
	MANGO	1,895	1,923	0,808	1,494	1,602	1,354	1,307
MEDIANAS	PEPE JEANS	0,907	1,170	1,005	0,838	0,953	0,852	0,862
	SOCIEDAD TEXTIL LONIA	1,070	1,288	1,512	1,206	1,496	2,007	2,179
PEQUEÑAS	ADOLFO DOMÍNGUEZ	0,274	0,296	0,302	0,383	0,378	0,397	0,453
	BIMBAY LOLA	0,465	0,771	0,730	0,545	0,457	0,491	0,398
	LIWE ESPAÑOLA	0,377	0,252	0,151	0,162	0,252	0,568	0,188

Fuente: Elaboración propia

5.1.2. Ratios de endeudamiento

Las ratios de endeudamiento aportan información sobre la cantidad de recursos propios que tiene la empresa en comparación con sus recursos ajenos. En otras palabras, expresa la proporción de fondos aportados por los accionistas o generados por la empresa en relación con los fondos aportados por terceros.

$$\text{Endeudamiento} = \frac{\text{Recursos Ajenos}}{\text{Recursos Propios}}$$

Ratio de endeudamiento con coste

En primer lugar, se va a analizar la ratio de endeudamiento teniendo en cuenta únicamente la deuda con coste, es decir, la deuda financiera, ya que este es un factor muy diferenciador de las empresas del sector textil.

En el caso de **Inditex**, su deuda con coste representa un porcentaje insignificante en comparación con sus recursos propios. Esto significa que es una empresa que no está prácticamente endeudada con entidades financieras, aunque en el año 2014 parece que dichas deudas han aumentado.

Por el contrario, **Mango** es una empresa bastante endeudada con entidades financieras en comparación con sus recursos propios. Principalmente en el año 2008, cuando su deuda financiera representaba casi el doble de sus recursos propios.

En el caso de **Pepe Jeans**, su ratio de endeudamiento con coste ha ido mejorando a lo largo de los años, ya que, ha seguido una tendencia bajista que puede traducirse en un aumento de sus recursos propios, mientras su nivel de deuda con coste no ha presentado cambios significativos.

Otra empresa poco endeudada con entidades financiera es **Sociedad Textil Lonia**, cuyas ratios permanecen todos los años con valores muy inferiores a la unidad, y también presenta una tendencia bajista alimentada por dos fuentes: aumento de sus recursos propios y reducción de la deuda financiera.

En cuanto a las empresas de reducida dimensión, **Adolfo Domínguez** también se caracteriza por contar con poca deuda financiera a pesar de su mala situación económica, gracias a la liquidez obtenida por las ventas de activos valiosos, como algunas tiendas estratégicas.

Por otro lado, **Bimba y Lola** presenta niveles de deuda algo superiores en comparación con el resto de empresas, que han ido aumentando los últimos tres periodos. A su vez, sus recursos propios también han ido aumentando, por lo que la ratio no sufre variaciones considerables.

Liwe Española, al igual que muchas de sus empresas comparables, presenta una mejora de esta ratio, gracias a un aumento progresivo de sus recursos propios. En los últimos tres periodos, a su vez, ha disminuido su deuda financiera, lo cual provoca una disminución de la ratio de endeudamiento con coste. Por lo tanto, parece confirmarse el factor de que las

empresas textiles cuentan con poca deuda financiera, ya que son capaces de financiarse, en gran parte, con su propio ciclo de explotación.

Tabla -8- Resumen ratios de endeudamiento:

TAMAÑO	EMPRESAS	RATIO DE ENDEUDAMIENTO						
		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
GRANDES	INDITEX	0,024	0,004	0,043	0,061	0,001	0,001	0,161
	MANGO	1,891	1,681	0,834	1,561	1,522	1,322	1,283
MEDIANAS	PEPE JEANS	1,589	1,074	0,821	0,862	0,459	0,278	0,254
	SOCIEDAD TEXTIL LONIA	0,402	0,270	0,312	0,154	0,135	0,078	0,041
PEQUEÑAS	ADOLFO DOMÍNGUEZ	0,190	0,183	0,207	0,292	0,361	0,347	0,283
	BIMBAY LOLA	0,948	0,478	0,324	0,205	0,216	0,489	0,515
	LIWE ESPAÑOLA	1,810	1,857	1,335	1,586	1,302	1,021	0,820

Fuente: Elaboración propia

Deuda Financiera Neta/EBITDA

Esta ratio mide la relación entre la deuda financiera neta³⁷ de una empresa y su flujo de caja, medido éste por su EBITDA³⁸. Indica el número de ejercicios económicos que tardaría la empresa en devolver su deuda gracias a su EBITDA. Cuanto menor sea dicha ratio, mayor será la capacidad de la empresa para hacer frente a su deuda financiera, una vez descontados de ésta los recursos a corto plazo más líquidos no ligados al ciclo operativo.

Empezando el análisis por la empresa referente del sector, **Inditex** es un caso muy especial en cuanto a esta ratio. Como puede apreciarse en la tabla adjunta, su ratio es negativa todos los años analizados. Esto puede ser debido a que su caja no operativa y sus inversiones financieras a corto plazo son considerablemente mayores a su deuda financiera neta, por lo que no tiene ningún problema a la hora de hacer frente a su deuda financiera.

En contraposición, **Mango** presenta ratios superiores a 2. Esto es debido a que cuenta con una mayor deuda financiera que Inditex, y su efectivo es muy inferior en relación a dichas deudas. Por ello, esta empresa tardaría una media de 3 ejercicios económicos en hacer frente a sus deudas, excepto en el año 2010, donde su deuda financiera es menor.

Pepe Jeans ha aumentado su EBITDA a lo largo de los años, lo cual, unido a una reducción de su deuda financiera neta y un aumento de su liquidez, ha provocado una mejora de su capacidad de pago de forma considerable.

³⁷ Se calcula como la suma de las deudas financieras, tanto a corto como a largo plazo, menos el valor de la tesorería no operativa y el valor de las inversiones financieras a corto plazo.

³⁸ *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*

Al igual que Pepe Jeans, **Sociedad Textil Lonia** también ha presentado una mejora de su capacidad de pago. En este caso, no tan impulsado por el aumento del EBITDA, sino por la disminución extrema de su deuda financiera neta gracias al aumento de la liquidez y a la disminución de las deudas financieras a corto y a largo plazo.

Por otro lado, comenzando con las empresas de reducida dimensión, **Adolfo Domínguez**, debido a su mala situación económica, presenta unas ratios con mucha dispersión. Por ejemplo, en el año 2011 presentó una ratio de 12, frente a -2,9 en el ejercicio siguiente. Esto fue provocado por la reducción drástica en su EBITDA.

Para terminar, **Bimba y Lola** tiene una capacidad de pago propia de una empresa saludable, con ratios inferiores a 2 (o muy próximos) todos los años analizados. Por lo tanto, como máximo, esta empresa tardaría dos ejercicios en hacer frente a sus deudas financieras.

En cuanto a **Liwe Española**, ha mantenido una tendencia creciente en su EBITDA gracias al aumento de sus ingresos por ventas, lo que ha permitido que su capacidad de pago haya aumentado progresivamente desde el año 2011. Por regla general, la tendencia de las empresas textiles parece ser similar: con bajas deudas financieras netas y buenas capacidades de pago a terceros.

Tabla -9- Resumen ratios DFN/EBITDA:

TAMAÑO	EMPRESAS	DEUDA FINAN NETA/EBITDA						
		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
GRANDES	INDITEX	-0,557	-1,002	-1,033	-0,941	-1,047	-1,033	-0,834
	MANGO	3,926	3,395	-0,514	3,366	4,250	3,542	2,829
MEDIANAS	PEPE JEANS	3,308	1,894	1,844	2,371	1,237	0,699	0,644
	SOCIEDAD TEXTIL LONIA	1,290	0,539	0,389	0,199	0,274	0,087	-0,081
PEQUEÑAS	ADOLFO DOMÍNGUEZ	0,483	0,275	0,458	12,457	-2,905	1,098	-4,040
	BIMBAY LOLA	1,874	0,750	0,558	0,193	0,239	1,657	2,025
	LIWE ESPAÑOLA	10,308	8,093	3,312	3,345	2,567	1,943	1,689

Fuente: Elaboración propia

5.1.3. Ratios de rentabilidad

Las ratios de rentabilidad permiten comparar diferentes partidas del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias con el objetivo de calcular las rentabilidades obtenidas por los accionistas, o por los activos, gracias a la actividad de la empresa.

Rentabilidad de los Activos (ROA)

La Rentabilidad de los Activos³⁹, también denominada Rentabilidad Económica, refleja la capacidad de generación de beneficio por parte de las inversiones realizadas por la empresa, independientemente de cómo éstas estén financiadas⁴⁰. Es debido a dicha independencia de las fuentes de financiación, por lo que para su cálculo se parte del Beneficio Antes de Intereses y de Impuestos (BAIT).

$$ROA = \frac{BAIT}{Activo\ Total}$$

La Rentabilidad Económica de **Inditex** permanece muy estable en el periodo analizado. Esta empresa referente en el sector obtiene, aproximadamente, una rentabilidad de sus activos totales del 20 por ciento. Los tres últimos años presenta una tendencia decreciente, pero no parece significativa.

En cuanto a **Mango**, esta rentabilidad es muy inferior, pero también estable. En este caso, la empresa obtiene una rentabilidad de sus activos de, aproximadamente, el 6 por ciento, menos en el ejercicio de 2011, donde ésta se reduce al 3,5 por ciento.

La Rentabilidad de los Activos de **Pepe Jeans** es superior que en el caso de Mango, pasando del 6 por ciento en el año 2008 al 13 por ciento en el último año analizado. A pesar de ello, sus rentabilidades no presentan ninguna tendencia.

En el caso de **Sociedad Textil Lonia**, esta rentabilidad es bastante superior, alcanzando el 25 por ciento en el año 2011. Esto es provocado por el aumento del beneficio antes de intereses e impuestos en mayor proporción que el aumento del activo total de la empresa, lo que se traduce en una mayor eficiencia. A pesar de ello, los últimos tres periodos presenta una tendencia negativa en su rentabilidad.

Por último, las empresas de pequeña dimensión analizadas, presentan una reducción de su rentabilidad económica. En primer lugar, **Adolfo Domínguez**, debido a su mala situación económica, y a sus beneficios negativos, cuentan con rentabilidades de sus activos negativas desde el año 2010. En segundo lugar, **Bimba y Lola**, a pesar de obtener rentabilidades positivas, su tendencia es decreciente desde los últimos cuatro periodos, debido,

³⁹ Conocido por sus siglas en inglés: *Return on assets*

⁴⁰ PIÑEIRO SÁNCHEZ, Carlos; De LLANO MONELOS, Pablo; ÁLVAREZ GARCÍA, Begoña (2007): *Dirección financiera. Modelos avanzados de decisión con Excel*. Madrid: Delta.

principalmente, a que el aumento de sus activos no supone un aumento del beneficio en la misma proporción.

En el caso de **Liwe Española**, la Rentabilidad Económica presenta una tendencia creciente todos los ejercicios analizados, pasando de un 1,7 por ciento al 12,7 por ciento en el ejercicio del 2014. Esto es posible gracias a la mejora de la eficiencia, que permite que, al aumentar los activos en una unidad, el beneficio aumente en mayor proporción. En cuanto a la mejora de la rentabilidad, esta empresa es la que presenta mejores resultados, por lo que las expectativas de crecimiento son elevadas.

Tabla -10- Resumen ratios de Rentabilidad Económica:

TAMAÑO	EMPRESAS	RENTABILIDAD ECONÓMICA						
		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
GRANDES	INDITEX	0,207	0,207	0,233	0,230	0,242	0,226	0,209
	MANGO	0,063	0,073	0,061	0,035	0,056	0,063	0,058
MEDIANAS	PEPE JEANS	0,069	0,154	0,126	0,096	0,115	0,139	0,128
	SOCIEDAD TEXTIL LONIA	0,113	0,186	0,202	0,249	0,221	0,198	0,167
PEQUEÑAS	ADOLFO DOMÍNGUEZ	0,039	0,026	-0,021	-0,072	-0,123	-0,042	-0,062
	BIMBAY LOLA	0,114	0,216	0,211	0,314	0,195	0,050	0,038
	LIWE ESPAÑOLA	0,017	0,020	0,081	0,091	0,098	0,107	0,127

Fuente: Elaboración propia

Rentabilidad de los Recursos Propios (ROE)

La Rentabilidad de los Recursos Propios⁴¹, también denominada Rentabilidad Financiera, tiene como objetivo determinar la rentabilidad obtenida por los propietarios de la empresa. Por ello, esta ratio parte para su cálculo del Beneficio Neto, por lo que sí que está afectada por las fuentes de financiación de las inversiones realizadas. Dicha rentabilidad debe ser mayor que el coste de oportunidad de los inversores, para que les resulte atractiva la inversión.

$$ROE = \frac{\text{Beneficio Neto}}{\text{Recursos Propios}}$$

Como puede observarse en la tabla resumen, **Inditex** presenta una Rentabilidad Financiera muy estable en el periodo analizado, al igual que en el caso de la Rentabilidad Económica. Su valor oscila en torno al 25 por ciento, y la tendencia negativa de los tres últimos años también se aprecia en esta ratio.

En el caso de **Mango**, su Rentabilidad Financiera prácticamente duplica a la económica, lo que significa que los accionistas reciben más rentabilidad por los recursos que aportan. Dicha

⁴¹ Conocido por sus siglas en inglés: *Return on Equity*

rentabilidad, oscila en torno al 15 por ciento, excepto en el año 2011, donde no llega al 9 por ciento. En los últimos dos periodos, parece que estos valores han ido aumentando, alcanzando rentabilidades del 20 por ciento.

La Rentabilidad de los Recursos Propios en **Pepe Jeans** es superior que en el caso de **Mango**. En el año 2009 presenta una subida muy considerable de su rentabilidad, la cual luego disminuyó progresivamente hasta alcanzar casi el 18 por ciento en el último periodo analizado.

Sociedad Textil Lonia presenta una tendencia negativa los últimos tres años, pasando de, aproximadamente, un 30 por ciento, al 17 por ciento en el ejercicio 2014. Esta disminución de rentabilidad también se puede apreciar en la ROA.

En el caso de **Adolfo Domínguez**, al igual que en el caso de la Rentabilidad Económica, cuenta con valores negativos para los últimos cinco periodos, por la mala situación económica que está atravesando. Por tanto, es una empresa de elevado riesgo.

Para terminar con el análisis del grupo de comparación, **Bimba y Lola**, hasta el año 2012 presentaba rentabilidades bastante elevadas, con valores superiores al 25 por ciento, aproximadamente. En el año 2013 sufrió una caída muy significativa de rentabilidad, pasando del 25 por ciento al 1 por ciento. En el último ejercicio, se puede apreciar una pequeña recuperación.

En el caso de **Liwe Española SA**, se puede observar el rápido crecimiento de la empresa, sobre todo en el año 2010, donde aumentó su rentabilidad del 4 por ciento al 13 por ciento, manteniendo esa tendencia creciente hasta el año 2013. En el último periodo analizado sufre una pequeña reducción de rentabilidad de sus accionistas, pero poco significativo.

Tabla -11- Resumen ratios de Rentabilidad Financiera:

TAMAÑO	EMPRESAS	RENTABILIDAD FINANCIERA						
		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
GRANDES	INDITEX	0,265	0,247	0,271	0,261	0,278	0,256	0,239
	MANGO	0,132	0,140	0,168	0,088	0,144	0,205	0,194
MEDIANAS	PEPE JEANS	0,163	0,305	0,230	0,134	0,175	0,231	0,176
	SOCIEDAD TEXTIL LONIA	0,132	0,234	0,256	0,293	0,222	0,174	0,170
PEQUEÑAS	ADOLFO DOMÍNGUEZ	0,031	0,007	-0,035	-0,077	-0,250	-0,121	-0,147
	BIMBA Y LOLA	0,235	0,252	0,272	0,392	0,249	0,011	0,177
	LIWE ESPAÑOLA	0,042	0,041	0,133	0,149	0,152	0,174	0,154

Fuente: Elaboración propia

6. Hipótesis utilizadas y estimación de variables y parámetros

Antes de comenzar la valoración de la empresa en ambiente de certeza (apartado 7) y, posteriormente, en ambiente de incertidumbre (apartado 8), es necesario conocer las variables y parámetros claves para realizar dicha valoración.

Por ello, en este apartado se va a llevar a cabo una explicación detallada de cada una de las variables y parámetros necesarios, y de su cálculo (en el caso de que éste fuese preciso) o su estimación.

6.1. Tasa impositiva

Debido a que el entorno económico principal en el que opera Liwe Española es el territorio nacional, se utilizará la **tasa impositiva española**.

En la presente tabla puede observarse la distribución de mercados geográficos de las ventas de la sociedad durante el ejercicio 2014 y 2015, en euros:

Tabla -12- Distribución geográfica de las ventas de Liwe Española:

	2015	2014
España	126.031.094	119.142.883
Portugal	3.578.224	2.500.170
Italia	2.553.006	814.933
Polonia	-34.633	206.459
Total	132.127.691	122.664.445

Fuente: Cuentas anuales consolidadas ejercicio 2015 Liwe Española

Como se aprecia en la tabla anterior, más de un 95 por ciento de la actividad de la empresa objeto de estudio se concentró en España en el ejercicio 2015. Por ello, el tipo de gravamen (t) aplicable a la empresa para realizar la valoración será del **25 por ciento**⁴² para el ejercicio de 2016 y siguientes.

6.2. Rentabilidad libre de riesgo

La rentabilidad libre de riesgo hace referencia al rendimiento obtenido por un valor sin riesgo, considerados como tal los emitidos por un Estado.

⁴² Nueva Ley 27/2014 del Impuesto sobre Sociedades. Disponible en internet: <http://www.agenciatributaria.es/AEAT.internet/Inicio/ Segmentos /Empresas y profesionales/Empresas/Impuesto sobre Sociedades/Periodos impositivos a partir de 1 1 2015/Tipos de gravamen/Tipos de gravamen aplicable a periodos impositivos iniciados en el ano 2015 y 2016 Art 29 y DT 34 LIS .shtml>
Fecha de consulta: 13de abril de 2016.

En el presente análisis se va a tomar como referencia el rendimiento de la **obligación a 10 años española**⁴³, debido a que, como se ha comentado anteriormente, el 95 por ciento de la actividad de la empresa objeto de estudio se concentra en territorio nacional.

Una obligación del Estado es un activo de renta fija, emitida a un plazo superior a cinco años por agentes públicos (en este caso, por el Estado español), que se negocian en el mercado de capitales⁴⁴.

Por tanto, la rentabilidad libre de riesgo (Rf) utilizada en la valoración de Liwe Española es de **1,496 por ciento**⁴⁵.

6.3. Prima de riesgo

La actividad de Liwe Española se desarrolla en su inmensa mayoría en **España**. Por tanto, se toma como referencia para el cálculo de la prima de riesgo dicho país.

Para el valor de la prima utilizada en la valoración se ha tomado como referencia el estudio realizado por FERNÁNDEZ⁴⁶ mediante encuestas realizadas a 6.932 profesionales sobre 71 países diferentes (véase anexo 2).

Con base en lo anterior, la prima de riesgo de España utilizada, en media, es del **6,2 por ciento**.

6.4. Beta de la empresa

“Beta indica la volatilidad del rendimiento del título con respecto a una variación del rendimiento del mercado –es decir, su sensibilidad respecto a los movimientos del mercado-, de ahí su nombre de **coeficiente de volatilidad**. Es posible obtenerla dividiendo la covarianza entre el rendimiento del título y el del mercado, entre la varianza del rendimiento del mercado”⁴⁷. Por ello, la beta es considerada el riesgo sistemático de la empresa, es decir, el riesgo que depende únicamente del mercado, no de las características específicas de ésta.

⁴³ COPELAND Tom; KOLLER Tim; MURRIN Jack (2004): “Valoración”. Deusto

⁴⁴ MASCAREÑAS, Juan (2013): *Mercado Financiero de Renta Fija*. Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas. ISSN: 1988-1878. Disponible en internet: <http://pendientedemigracion.ucm.es/info/jmas/monograf.htm> Fecha de consulta: 1 de mayo de 2016.

⁴⁵ Disponible en internet: <http://www.tesoro.es/> Fecha de consulta: 22 de abril de 2016.

⁴⁶ FERNÁNDEZ, Pablo (2016): *Market Risk Premium used in 71 countries in 2016: a survey with 6,932 answers*. Navarra: IESE Business School,

⁴⁷ MASCAREÑAS, Juan (2012): *Gestión de Carteras II. Modelo de Valoración de Activos*. Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas. ISSN: 1988-1878. Disponible en internet: <http://pendientedemigracion.ucm.es/info/jmas/monograf.htm> Fecha de consulta: 6 de mayo de 2016.

Los datos que pueden obtenerse de las cotizaciones de Liwe Española⁴⁸, como consecuencia de su sistema de negociación, son insuficientes, y con muy poca variación, como puede observarse en la tabla siguiente:

Tabla -13- Cotizaciones Liwe Española⁴⁹:

COTIZACIONES DISPONIBLES	
31/05/2012	5,3
31/05/2013	6,34
30/05/2014	10
29/05/2015	11
28/09/2015	11,05
29/09/2015	11,8
30/09/2015	11,8
20/10/2015	11,5
21/10/2015	11,5
07/01/2016	11,5
11/03/2016	12

Fuente: Elaboración propia

Debido a ello, la beta de esta empresa está muy próxima a cero, porque es muy poco sensible a los movimientos del mercado. Concretamente, según el cálculo realizado que puede encontrarse adjunto en el anexo, la beta de Liwe Española es de **0,05**. Para el cálculo, se han tenido que realizar ciertos ajustes, manteniendo el mismo precio hasta que se produjese un cambio en el mercado (véase anexo 3). Por ello, se considera que este cálculo no es representativo.

En cuanto a las betas de las empresas del grupo de comparación utilizado como referencia en el presente trabajo, se han podido encontrar⁵⁰ las de Inditex y Adolfo Domínguez, ya que son las únicas empresas del grupo que cotizan en Bolsa. La beta de Inditex es de 0,65 y la de Adolfo Domínguez de 0,54. Esto quiere decir que los **títulos de las empresas del sector textil** parecen ser **defensivos** (beta inferior a uno), con una sensibilidad baja a las fluctuaciones del mercado. Estos valores son muy coherentes debido al sector del que se trata, ya que no es considerado un sector cíclico, y es bastante estable.

Por otra parte, existe la posibilidad de tener en cuenta como referente de coeficiente de volatilidad el que propone Aswath **DAMODARAN** a través de su página web⁵¹. La beta

⁴⁸ Disponible en internet: <http://www.bolsamania.com/descarga-de-historicos/accion-LIWE-ESPANOLA-R-100099370-ES0158545030-355.html> Fecha de consulta: 15 de mayo de 2016.

⁴⁹ Debido a la falta de información, muchas de las fechas son aproximadas.

⁵⁰ Datos obtenidos de la página web siguiente: <http://es.investing.com/equities/> Fecha de consulta: 20 de mayo de 2016.

⁵¹ DAMODARAN, Aswath. Disponible en internet: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html Fecha de consulta: 2 de mayo de 2016.

apalancada que propone para el sector textil es de 0,85. Posteriormente, se debe apalancar la beta aplicando la expresión siguiente según la estructura de capital de la empresa⁵² (deuda financiera/recursos propios):

$$\beta_e = \beta_u \left(1 + \frac{D(1-t)}{E} \right)$$

De esta forma, se obtiene una beta apalancada de 1,53. Lo que significa, que el activo financiero es un 53 por ciento más volátil que el índice de referencia.

Finalmente, y teniendo en cuenta que el sistema de negociación de la empresa con tan poca sensibilidad ante movimientos del mercado y tan poco volátil debe plasmarse en la beta utilizada en su valoración, la beta de Damodaran no parece razonable en este caso estudiado.

La propuesta que se realizada es la de considerar como beta el **promedio de las empresas textiles** cotizadas del grupo de comparación (Inditex y Adolfo Domínguez), esto es, un **0,60**.

6.5. Rentabilidad exigida por los accionistas

La rentabilidad que exigen los accionistas, debido a que la empresa no reparte dividendos y, por tanto, no se puede utilizar para su cálculo el modelo de Gordon-Shapiro, es posible calcularla a partir de la siguiente expresión del **Modelo de valoración de activos financieros o CAPM** (*Capital Asset Price Model*), desarrollado por William Sharpe⁵³ y John Lintner⁵⁴:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Como puede observarse, los accionistas de Liwe Española, exigirán una rentabilidad de sus inversiones equivalente a la que obtendrían si invirtiesen en Deuda del Estado (R_f) más una prima de riesgo ($R_m - R_f$) ponderada por el coeficiente de liquidez (Beta) de la empresa en la éstos que invierten.

Debido a que se trata de una empresa menos líquida que el resto de compañías cotizadas mediante el sistema de contratación habitual, se ha añadido una **prima por liquidez**. Según MASCAREÑAS⁵⁵: “No hay una expresión matemática que nos diga qué prima de liquidez debemos aplicar, por ello el tamaño de la prima de liquidez a aplicar al coste de los recursos

⁵² La deuda financiera (D) de Liwe Española en el ejercicio 2015 es de 50.191 y los recursos propios (E) de 97.305. Por tanto: $D/E=1,07$ (datos en miles de euros).

⁵³ SHARPE, William (1964): Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, v. 19, nº 3, septiembre, pp. 425-442

⁵⁴ LINTER, John (1965): The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics*, v. 47, nº1, febrero, pp: 13-37

⁵⁵ MASCAREÑAS, Juan (2011): *Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas*. Madrid: Ecobook, 5ª edición.

propios suele variar entre el 60 por ciento del mismo, si la liquidez es muy baja, y cero si es alta”. En el caso de la empresa objeto de estudio, se ha considerado que su grado de liquidez se encuentra entre la de una empresa no cotizada y la de otra cotizada en un sistema de contratación normal. Por ello, se le ha aplicado una prima del **30 por ciento** del coste de los recursos propios.

Así mismo, una vez realizado el cálculo con cada una de las variables indicadas, los accionistas de la empresa objeto de estudio exigirán una rentabilidad del **6,74 por ciento**.

6.6. Coste de la deuda

Debido a que la empresa no ha llevado a cabo emisiones de bonos para poder estimar el coste de su deuda emitida, para el cálculo de dicho coste se toma como referencia el cociente entre los gastos financieros y la deuda financiera con la que la empresa cuenta en el balance de situación.

$$Kd = \frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Deuda financiera}}$$

Por motivo de la crisis financiera y los bajos tipos de interés actuales, no se considera significativo utilizar como referencia únicamente el último periodo, sino una media de dicho coste desde 2008 hasta 2015.

Por tanto, el coste de la deuda de Liwe Española se ha calculado dividiendo sus gastos financieros entre la suma de las deudas financieras, tanto a largo como a corto plazo, de cada periodo, y realizando una media. De esta forma, se estima en un **4,84 por ciento**, como puede observarse en la tabla siguiente:

Tabla -14- Cálculo Coste de la Deuda:

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	PROMEDIO
Kd	4,20%	5,02%	4,96%	5,36%	5,20%	5,89%	5,42%	2,64%	4,84%

Fuente: Elaboración propia

6.7. Coste Medio Ponderado (WACC)

El peso de los recursos financieros en la estructura financiera de la empresa es diferente. Así, es preciso calcular el coste medio ponderado de todos ellos. Las ponderaciones utilizadas deberán reflejar el peso de cada tipo de financiación, es decir, la estructura de capital de la

empresa⁵⁶. Para su cálculo, se utiliza la siguiente expresión, donde “D” hace referencia a la deuda financiera de la empresa, y “E” a sus recursos propios:

$$WACC = Ke * \frac{E}{D + E} + Kd * (1 - t) * \frac{D}{D + E}$$

Por tanto, el Coste Medio Ponderado de Liwe Española, es del **5,13 por ciento**, que será a la tasa a la que posteriormente serán descontados los flujos de caja libre de la empresa. A continuación, se adjunta un cuadro resumen de las variables necesarias para el cálculo de dicho coste:

Tabla -15- Resumen de hipótesis para el cálculo del WACC:

COSTE MEDIO PONDERADO DE CAPITAL	
Coefficiente de volatilidad (Beta)	0,60
Rentabilidad exigida por los accionistas (Ke)	6,74%
Coste de la deuda (Kd)	4,84%
Rentabilidad libre de riesgo (Rf)	1,50%
Prima de riesgo	6,20%

Fuente: Elaboración propia

6.8. Tasa de crecimiento de los Ingresos

La tasa de crecimiento de las ventas se ha estimado como el promedio del crecimiento de éstas entre todos los años del horizonte temporal estudiado, es decir, entre los años 2008 y 2015. De esta forma, los ingresos crecerán a una tasa del **16 por ciento** en la proyección realizada.

El elevado crecimiento de los ingresos en los primeros años históricos analizados puede ser debido a la expansión internacional que la empresa comenzó a llevar a cabo en 2007 en Portugal, y en 2008 en Italia. Posteriormente, se aprecia en el anexo 5 como la tasa de crecimiento ha ido estabilizándose en cierta medida.

A partir de 2015, dicha tasa volverá a ser elevada gracias a la intensificación de la expansión en Italia y Portugal, y la apertura de *córneres* en los *Centros Coin* de Italia, según anuncia la empresa en su página web corporativa⁵⁷. Por lo tanto, la empresa sigue una **política de crecimiento constante** gracias a los buenos resultados obtenidos.

⁵⁶ MASCAREÑAS, Juan (2015): *El coste del capital*. Madrid: Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas. ISSN: 1988-1878. Disponible en internet: <http://pendientedemigracion.ucm.es/info/jmas/monograf.htm> Fecha de consulta: 1 de mayo de 2016.

⁵⁷ Disponible en internet: <http://www.liwe.net/historia.html> Fecha de consulta: 19 de mayo de 2016.

6.9. Aprovisionamientos, gastos de explotación y amortización del inmovilizado

Los aprovisionamientos, los gastos de explotación y la amortización del inmovilizado se han calculado según el porcentaje que éstos representan sobre el nivel de ingresos. A partir de ellos, se ha considerado el promedio de los datos históricos (2008-2015) para todos los años de la proyección realizada.

En este sentido, los **aprovisionamientos** representan un **33 por ciento** de los ingresos, los **gastos de explotación** un **57 por ciento** y la **amortización del inmovilizado** un **3,5 por ciento** (véase en el anexo 5 la proyección realizada).

6.10. Inversión en Activo Fijo (CAPEX)

La inversión en activo fijo (CAPEX⁵⁸), al igual que en los casos anteriores, ha sido calculada según el promedio del porcentaje sobre ingresos que el activo fijo representa en la compañía, y el valor obtenido ha sido del **46 por ciento**. A partir de dichas proyecciones, se han calculado las variaciones entre un año y el anterior, sumándole a éstas la amortización del inmovilizado de cada uno de los periodos (proyectadas, a su vez, según se ha comentado anteriormente). Por lo tanto, una variación positiva supone una inversión en activo fijo en el periodo, es decir, una salida de tesorería (véase *anexo 4*).

6.11. Inversión en Necesidades Operativas de Fondos (OPEX)

Las Necesidades Operativas de Fondos (NOF) han sido calculadas a partir de los estados financieros de la empresa, con la expresión siguiente:

$$NOF = Existencias + Clientes - Proveedores$$

La inversión en NOF (OPEX⁵⁹) también ha sido calculada a partir del porcentaje sobre ingresos promedio de los años históricos analizados. De esta forma, en las proyecciones realizadas, van a suponer el **23 por ciento** sobre los ingresos de cada año. Al igual que en el caso anterior, una variación positiva de esta variable significa una inversión en NOF, es decir, una salida de tesorería (véase *anexo 4*).

6.12. Valor residual. Tasa de crecimiento perpetuo del Flujo de Caja Libre (g)

“El valor residual (VR) de la empresa al final de horizonte temporal estimado será igual al valor, en ese instante, de todos los flujos de caja libre (FCL) que se esperan recibir hasta el

⁵⁸ Conocido por sus siglas en inglés: *Capital Expenditure*

⁵⁹ Conocido por sus siglas en inglés: *Operational Expenditure*

infinito, suponiendo que éstos crecen a una tasa anual y acumulativa constante (g) con respecto al flujo de caja libre del último del periodo de planificación”⁶⁰. Se obtiene a partir de la siguiente expresión:

$$VR = \frac{FCL_{n+1}}{WACC - g} = \frac{FCL_n(1 + g)}{WACC - g}$$

Por lo tanto, la tasa de crecimiento perpetuo (g) es a la tasa a la que la empresa crecerá de forma indefinida en la valoración realizada. Por ello, tiene que ser coherente con las previsiones de crecimiento mundial o del país donde la empresa opera.

Así mismo, la proyección de base del crecimiento mundial en 2016 por el Fondo Monetario Internacional (FMI) es un 3,2 por ciento⁶¹. Concretamente, en España dichas expectativas de crecimiento alcanzan el 2,6 por ciento para el año 2016, y un 2,3 por ciento para el 2017, como puede observarse en la tabla siguiente:

Tabla -16- Perspectivas de crecimiento de la economía mundial

Cuadro 1.1. Panorama de las proyecciones de Perspectivas de la economía mundial

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	2015	Proyecciones		Diferencia con las proy. de la Actualización de enero de 2016 del informe WEO ¹		Diferencia con las proy. de la edición de octubre de 2015 del informe WEO ¹	
		2016	2017	2016	2017	2016	2017
Producto mundial	3,1	3,2	3,5	-0,2	-0,1	-0,4	-0,3
Economías avanzadas	1,9	1,9	2,0	-0,2	-0,1	-0,3	-0,2
Estados Unidos	2,4	2,4	2,5	-0,2	-0,1	-0,4	-0,3
Zona del euro	1,6	1,5	1,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Alemania	1,5	1,5	1,6	-0,2	-0,1	-0,1	0,1
Francia	1,1	1,1	1,3	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3
Italia	0,8	1,0	1,1	-0,3	-0,1	-0,3	-0,1
España	3,2	2,6	2,3	-0,1	0,0	0,1	0,1
Japón	0,5	0,5	-0,1	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5
Reino Unido	2,2	1,9	2,2	-0,3	0,0	-0,3	0,0
Canadá	1,2	1,5	1,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5
Otras economías avanzadas ²	2,0	2,1	2,4	-0,3	-0,4	-0,6	-0,5

Fuente: Fondo Monetario Internacional: “Perspectivas de la economía mundial” (Abril 2016)

Teniendo en cuenta que se trata de un sector maduro, la tasa de crecimiento perpetuo no puede ser muy elevada, a pesar de las favorables expectativas de crecimiento de Liwe Española. Se considera que las expectativas de crecimiento a nivel nacional, según el Fondo Monetario Internacional, van a mantenerse, por lo que se confía en una recuperación

⁶⁰ MASCAREÑAS, Juan (2011): *Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas*. Madrid: Ecobook, 5ª edición.

⁶¹ Fondo Monetario Internacional (Abril 2016): *Perspectivas de la economía mundial*. Disponible en internet: <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/texts.pdf>.- Fecha de consulta: 10 de mayo de 2016.

económica del país. Por otro lado, según el estudio realizado por el EAE Business School⁶² (EAE Business School en octubre de 2015) el gasto en prendas de vestir presentará una tasa de crecimiento de aproximadamente el 10 por ciento con respecto a las cifras actuales. Por ello, y teniendo en cuenta que prácticamente toda la actividad de la empresa se desarrolla en España a día de hoy, se le ha asignado una tasa de crecimiento perpetuo del **1,3 por ciento**, un punto porcentual menos que las expectativas de crecimiento para el ejercicio 2017 del PIB español según el Fondo Monetario Internacional.

7. Valoración en ambiente de certeza

En el presente apartado se va a llevar a cabo una valoración de la empresa Liwe Española, suponiendo un ambiente de certeza, en el que los futuros valores de las variables son predecibles a partir de los datos pasados.

En primer lugar, se va a realizar una valoración a partir del método del Descuento de Flujos de Caja, llevando a cabo una proyección de sus flujos durante un periodo temporal de cinco años, a partir de sus tendencias pasadas. En segundo lugar, se va a desarrollar un análisis de consistencia mediante una valoración por múltiplos comparables.

7.1. Descuento de Flujos de Caja (DFC)

El modelo basado en el Descuento de Flujos de Caja trata de determinar el valor de la empresa (es decir, de sus acciones) a través de la **estimación de los flujos de caja futuros**, para, posteriormente, descontarlos a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos⁶³.

Éste es un modelo que desarrolla su metodología bajo las condiciones del análisis fundamental, por lo que se caracteriza por ser un análisis dinámico, ya que se realiza la valoración a partir de expectativas, y por ser un análisis a medio y/o largo plazo⁶⁴.

El Descuento de Flujos de Caja constituye el único modelo conceptualmente correcto, porque “el valor de las acciones de una empresa -suponiendo su continuidad- proviene de la capacidad de la misma para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones”⁶⁵.

⁶² Strategic Research Center de EAE: *El sector textil y el gasto en prendas de vestir 2015*. Disponible en internet: <http://www.eae.es/news/2015/10/05/crece-el-mercado-textil-espanol-hasta-superar-los-26.600-millones-de-facturacion>. Fecha de consulta: 18 de mayo de 2016.

⁶³ FERNÁNDEZ, Pablo (2008): *Métodos de valoración de empresas*. Navarra: IESE Business School.

⁶⁴ DE LA TORRE GALLEGOS, Antonio; JIMÉNEZ NAHARRO, Félix (2014): *Valoración de empresas y análisis bursátil*. Madrid: Pirámide

⁶⁵ FERNÁNDEZ, Pablo (2008): *Métodos de valoración de empresas*. Navarra: IESE Business School.

Los años históricos tomados como referencia a la hora de realizar la estimación de los flujos de caja futuros han sido ocho, desde el año 2008 hasta el 2015, ambos inclusive. La proyección que se ha realizado ha sido de cinco años, periodo considerado suficiente para que los flujos se estabilicen. Esta proyección puede verse adjunta en el anexo 5.

7.2. Resultado de la valoración mediante DFC

A partir del método de Descuento de Flujos de Caja realizado en un ambiente de certeza, el **valor de la empresa es de 65.725 miles de euros**. Calculado éste como la suma entre los flujos de caja libre actualizados al Coste Medio Ponderado durante los cinco años proyectados, incluyendo también el valor residual de la empresa.

De esta forma, y una vez minorada la deuda financiera neta⁶⁶ del último ejercicio, el **valor de los recursos propios es de 30.693,45 miles de euros**. Así pues, dividiéndolo entre el número de acciones en circulación (1.666.588 acciones), el **precio por acción es de 18,42 euros/acción**. Este escenario plasmado en la valoración mediante Descuento de Flujos de Caja es el que se considera el **escenario más probable**.

Tabla -17- Resultado de la valoración:

VALOR DE LA EMPRESA	65.725
DEUDA FINANCIERA NETA	35.032,00
VALOR FONDOS PROPIOS	30.693,45
PRECIO POR ACCIÓN	18,42
Número de acciones	1.666.588

Fuente: Elaboración propia

Por tanto, teniendo en cuenta que la empresa Liwe Española actualmente cotiza a 12€/acción, está **infravalorada en el mercado**. Por ello, la **recomendación** es de **compra**, ya que podrá haber unos futuros beneficios gracias a la revalorización de las acciones de esta empresa.

7.3. Análisis de consistencia: valoración por múltiplos

El método de los múltiplos de cotización consiste en valorar una empresa con objeto de hallar su valor de mercado por analogía con el valor de mercado de otras compañías comparables⁶⁷. Para el análisis, se han calculado tres múltiplos: el PER, valor de empresa/ventas y valor de

⁶⁶ DFN = (Deuda financiera largo plazo + deuda financiera corto plazo) + efectivo no operativo

⁶⁷ FERNÁNDEZ, Pablo (1999): *Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de empresas comparables*. Navarra: IESE Business School.

empresa/EBITDA. Este análisis no resulta muy significativo, ya que, al no tener empresas dedicadas a la misma actividad con un tamaño similar que, a su vez, coticen, no aporta datos muy relevantes. A ello, se le suma que una de las dos empresas comparables cotizadas, Adolfo Domínguez, ha obtenido pérdidas en los últimos periodos, por lo que muchos múltiplos no pueden aplicarse.

7.3.1. PER

La ratio precio-beneficio es una medida del precio que los inversores están dispuestos a pagar por cada euro de beneficio⁶⁸. En otras palabras, representa el número de veces que el beneficio está contenido en la capitalización bursátil⁶⁹.

Se calcula dividiendo el precio de mercado de las acciones cotizadas entre el beneficio por acción (BPA). Un valor del PER alto significará que los inversores confían en el futuro crecimiento de la empresa o en sus resultados estables, ya que, están dispuestos a pagar más euros para obtener uno de beneficio.

Como puede observarse, Adolfo Domínguez es una empresa que presenta mucho riesgo para el accionista, por lo que éstos no confían suficiente en el crecimiento de la empresa. Por otro lado, Inditex cuenta con un valor PER muy elevado, y sus expectativas de crecimiento en el mercado son altas, ya que la capitalización bursátil contiene 30 veces el beneficio de la compañía. En el caso de Liwe Española, se encuentra entre los dos casos anteriores, con un valor PER de 3,29.

Tabla -17- Múltiplo PER:

	LIWE ESPAÑOLA	INDITEX	ADOLFO DOMÍNGUEZ
PER	3,29	30,24	0,00
Precio por acción	12	27,89	3,90
Beneficio por Acción	3,65	0,92	-1,19

Fuente: Elaboración propia

7.3.2. Valor empresa/Ventas

Este cociente refleja el número de veces que están contenidas las ventas en el precio que se paga por la acción de la empresa, o, cuánto están dispuestos a pagar los inversores por cada

⁶⁸ BREALEY, Richard; MYERS, Stewart (2002): *Principios de Finanzas Corporativas*. Madrid: Mc Graw Hill, 2002. 9ª edición.

⁶⁹ GÓMEZ MARTÍNEZ, Raul (2014): *Casos de valoración y adquisición de empresas*. Madrid Delta. pp. 26-36.

euro de ventas de la empresa⁷⁰. Al igual que el PER, este múltiplo también está relacionado con las expectativas de crecimiento que los inversores tengan de la empresa. Se calcula dividiendo el valor de mercado de la empresa⁷¹ entre el nivel de ventas del ejercicio.

En el caso de este múltiplo, Adolfo Domínguez se asemeja mucho a Liwe Española. En ambas empresas, las ventas están contenidas, aproximadamente, 35 veces en el valor de la empresa. Por lo tanto, siguiendo los datos aportados por este múltiplo, los inversores tienen expectativas de crecimiento semejantes para ambas empresas. En cambio, las ventas de Inditex están contenidas casi 4 veces en el valor de la empresa, o, en otras palabras, los inversores están dispuestos a pagar 4 euros por cada euro de venta.

Tabla -18- Múltiplo VE/Ventas:

	LIWE ESPAÑOLA	INDITEX	ADOLFO DOMÍNGUEZ
Valor empresa/Ventas	0,39	3,95	0,34
Valor de la empresa	55.031.056	82.496.754.280	41.286.400
Ventas	140.811.630	20.902.130.000	121.542.000

Fuente: Elaboración propia

7.3.3. Valor empresa/EBITDA

El múltiplo VE/EBITDA indica el valor de la empresa en relación a los recursos que genera ésta con independencia de su estructura financiera, ya que se utiliza el beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones (EBITDA). Este cociente indica cuántas veces está contenido el EBITDA en el valor de la empresa, es decir, cuánto más grande es el valor de la empresa en el mercado que los resultados obtenidos.

En este caso, se puede observar como el valor de Inditex en el mercado es casi 18 veces más grande que su EBITDA, lo que puede ser debido a activos intangibles como la marca y la reputación. Por otro lado, el valor de la empresa de Liwe Española es casi 3 veces más grande que su EBITDA, esto puede resultar atractivo para los inversores, porque pueden ver en esta empresa una oportunidad de especulación, por posibles revalorizaciones, debido a su bajo múltiplo.

⁷⁰ DE LA TORRE GALLEGOS, Antonio; JIMÉNEZ NAHARRO, Félix (2014): *Valoración de empresas y análisis bursátil*. Madrid: Pirámide

⁷¹ Valor de mercado de la empresa = (Precio por acción*Número de acciones cotizadas) + DFN

Tabla -19- Múltiplo VE/EBITDA:

	LIWE ESPAÑOLA	INDITEX	ADOLFO DOMÍNGUEZ
Valor empresa/EBITDA	2,94	17,56	-32,64
Valor de la empresa	55.031.056	82.496.754.280	41.286.400
EBITDA	18.717.030	4.699.159.000	-1.265.000

Fuente: Elaboración propia

8. Valoración en ambiente de incertidumbre

Es frecuente que las decisiones que se toman a partir de una valoración (de una empresa o de un proyecto de inversión individualmente considerado) se basen en un estudio que se limita a un único escenario, el que puede considerarse como más probable en función de la información disponible. Este escenario, es el que se ha tenido en cuenta en la valoración mediante el Descuento de Flujos de Caja.

Sin embargo, el analista normalmente dispone de posibilidades de información que le permiten conocer, al menos, un rango de valores entre los que se pueden mover las variables que intervienen en el estudio realizado. Cuanta más información se incorpore al estudio más consistente será la decisión tomada.

Si se conoce la distribución de probabilidad de la variable final (valor de la empresa) se podrá determinar la probabilidad de que esta esté por encima o debajo de un determinado valor o incluso dentro de un intervalo, argumento suficiente para tomar la mejor decisión posible, eso sí, dependiendo de la percepción al riesgo que tenga el decisor (porque la misma probabilidad de que ocurra un determinado hecho no es igualmente valorada por diferentes personas o, incluso, por una misma persona en momentos distintos del tiempo –nuestro grado de aversión al riesgo cambia con el tiempo como consecuencia de nuestras propias experiencias-).

Por ello, en este apartado, se procede a incorporar el riesgo en el análisis de Liwe Española, en el que las variables pueden tomar diferentes valores.

Para incorporar el riesgo, se aplicará la **simulación de Montecarlo** que es un instrumento que permite considerar todas las combinaciones posibles de valores de las variables a partir de números aleatorios⁷².

Las **variables aleatorias** consideradas son las siguientes:

⁷² BREALEY, Richard; MYERS, Stewart (2002): *Principios de Finanzas Corporativas*. Madrid: Mc Graw Hill, 2002. 9ª edición.

- Variable 1: **Porcentaje de crecimiento de los ingresos**
- Variable 2: **Tasa de crecimiento (g)**

Las variables anteriores son escogidas por el impacto que pueden tener en el valor de la empresa.

En el análisis se van a considerar tres escenarios: el optimista, el más probable y el pesimista. Se tiene en cuenta que entre el valor pesimista y el optimista puede darse cualquier valor posible, siempre bajo el supuesto de que habrá más probabilidad en valores más próximos al más probable, por lo que las variables siguen una **distribución de probabilidad triangular**.

A continuación, se describen los **tres escenarios**:

Escenario más probable

El escenario más probable se establece con base en el análisis histórico de la compañía y es el que ha sido tenido en cuenta para la valoración en **ambiente de certeza**. De esta forma, este es el escenario que coincide con los valores utilizados en la valoración realizada mediante el Descuento de Flujos de Caja.

Se procede a aumentar el nivel de información incorporando además del escenario anterior, que se considera como más probable, dos escenarios extremos (uno pesimista y otro optimista) que se justifican a continuación.

Escenario optimista

En el escenario optimista se supone que la empresa va a cumplir con una **política de crecimiento expansiva**, y que la intensificación de la expansión en Italia y Portugal, y la apertura de *córneres* en los *Centros Coin* de Italia funcionarán tan bien como la empresa desea.

- Porcentaje de crecimiento de los ingresos: En este caso, los ingresos crecerán a una tasa igual a la mayor tasa presentada en el análisis histórico, cuando la empresa comenzaba su expansión internacional en el año 2010. A su vez, ese mismo crecimiento coincide, aproximadamente, con el promedio de las empresas medianas utilizadas en el grupo de comparación (Pepe Jeans y Sociedad Textil Lonia), que son el grupo de empresas con el promedio más alto. Por lo tanto, en este escenario los ingresos crecerán a una tasa del 27,5 por ciento.

- Tasa de crecimiento (g): En el escenario optimista se va a suponer que la empresa va a crecer a una tasa perpetua prácticamente igual, que la esperada para el PIB de la economía española. Por lo tanto, la tasa “g” se situará en el 2,3 por ciento. Este caso corresponde a un escenario muy optimista, ya que no es muy común que la empresa crezca a perpetuidad a una tasa igual que en la que lo hace la economía en la que opera mayoritariamente.

Escenario pesimista

El escenario pesimista, como su propio nombre indica, es el peor escenario que se le puede presentar a la empresa, dentro de unos límites razonables.

- Porcentaje de crecimiento de los ingresos: En este escenario, se va a tener en cuenta que los ingresos de la empresa únicamente van a crecer en el mismo valor que el IPC de España para 2017, que se espera sea un 1,4 por ciento, según el Banco Central Europeo (BCE)⁷³.
- Tasa de crecimiento (g): En este escenario se espera que la tasa de crecimiento a perpetuidad se sitúe muy por debajo de los niveles esperados para la economía española en el ejercicio 2017, ya que, cabe la posibilidad de la existencia de una nueva recesión económica. Por tanto, se considera que el crecimiento de la economía va a ser nulo, es decir, del 0 por ciento.

En resumen, los escenarios de ambas variables son los siguientes:

Tabla -20- Escenarios Montecarlo:

ESCENARIOS	% Crecimiento ventas	Tasa g
Optimista	27,5%	2,3%
Más probable	16%	1,3%
Pesimista	1,4%	0,0%

Fuente: Elaboración propia

Para realizar la simulación se utiliza el software llamado **@Risk**. Es un complemento de Microsoft Office Excel que permite realizar la simulación de Montecarlo de forma automática

⁷³ Nota de prensa del Banco Central Europeo a fecha 22 de enero de 2016. Disponible en internet: http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/NotasInformativasBCE/16/Arc/presbce2016_11.pdf Fecha de consulta: 22 de mayo de 2016.

mediante números aleatorios, directamente sobre los datos introducidos en Excel. Este programa, a su vez, permite obtener los diferentes estadísticos de la simulación y la exportación de un informe que recoge la información básica que se ha obtenido a raíz de ésta (incluido en el anexo 6).

En dicho software, se han realizado **50.000 iteraciones**, con la intención de reducir la dispersión. Los resultados pueden resumirse en la siguiente tabla:

Tabla -21- Resultados Simulación Montecarlo:

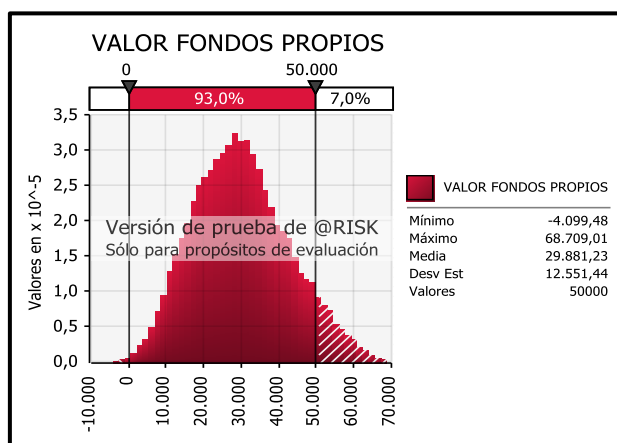
SIMULACIÓN MONTECARLO @RISK	
Media	29.881,23
Desviación Típica	12.551,44
Valor Máximo	68.709,01
Valor Mínimo	-4.099,48
Probabilidad Valor Equity < 0	0,01%
Precio por acción	17,93

Fuente: Elaboración propia

Como consecuencia de la simulación realizada mediante Montecarlo con el software @Risk, el valor de los fondos propios de Liwe Española, en media, es de **29.881,21 miles de euros**, por lo que en el mercado estaría valorada a un **precio por acción de 17,93€**. Con ello, se puede afirmar nuevamente que la empresa está **infravalorada** en el mercado, ya que posee un valor de 12€/acción.

Por otro lado, el valor máximo que la empresa podría alcanzar, es de 68.709 miles de euros, y, el mínimo, de -4.099,5 miles. La probabilidad de que la empresa tenga un valor negativo, tan solo es del 0,1 por ciento, como puede observarse en el gráfico siguiente:

Gráfico -22- Simulación Montecarlo 1:

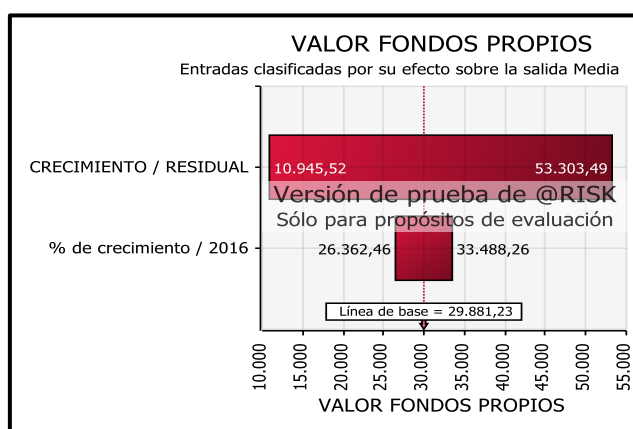


Fuente: Elaboración propia mediante @Risk

En términos comparativos con la valoración en ambiente de certeza realizada, la empresa tendrá un valor superior a dicha valoración, el cual era de 30.693,45 miles de euros, con un 46 por ciento de probabilidad. Por otro lado, con un 77 por ciento de probabilidad la valoración de la empresa será superior a la que, actualmente, tiene la empresa en el mercado. Lo cual, puede ser muy interesante para los inversores.

Otro aspecto importante a considerar, es que el valor de la empresa, como puede observarse en el gráfico siguiente, depende en gran medida del valor de la tasa de crecimiento perpetua, lo que hacía imprescindible incorporarla en la simulación.

Gráfico -23- Simulación Montecarlo 2:



Fuente: Elaboración propia mediante @Risk

9. Conclusiones

La empresa Liwe Española, perteneciente al sector textil, ha sido valorada en el presente trabajo mediante diferentes métodos. La elección de la empresa ha estado condicionada, principalmente, por dos factores. El primero, su sistema de cotización (*fixing*), el cual no es muy común y no existen muchas valoraciones de empresas que coticen mediante este sistema de negociación. El segundo, el sector, ya que, junto al análisis realizado mediante la matriz DAFO y las cinco fuerzas de Porter, hay estudios que avalan sus favorables expectativas de crecimiento en España.

La valoración parte de un análisis económico-financiero realizado mediante ratios, del cual se puede concluir que la empresa Liwe Española presenta características muy similares a las que poseen las otras empresas de su sector. En efecto:

- Su estructura de capital se caracteriza por el bajo porcentaje de deuda financiera, ya que posee muchos fondos propios y se financia con su propio ciclo de explotación, al igual que las empresas del grupo de comparación utilizado.
- Sus existencias suponen una gran parte de su activo, lo que provoca que su liquidez, minorando éstas, no sea muy elevada. A pesar de ello, las empresas del sector textil se caracterizan por su buena capacidad para hacer frente a sus deudas frente a terceros.
- Sus rentabilidades económica y financiera presentan una tendencia creciente en el periodo analizado (2008-2014), con valores muy elevados dentro del grupo de referencia. Lo cual parece un factor indicativo de sus altas expectativas de crecimiento.

Con base en el análisis histórico, se presenta una valoración de la empresa tomando como horizonte temporal cinco años.

Por una parte, se han intentado tomar referentes a través del análisis mediante múltiplos, pero dicho análisis no ha sido significativo debido a que solo dos empresas del grupo de comparación cotizan en bolsa. A su vez, una de ellas cuenta con importantes problemas financieros y, la otra, es la empresa con mayor capitalización bursátil del IBEX 35.

Así las cosas, se ha utilizado el método del Descuento de Flujos de Caja para realizar una valoración de Liwe Española, en primer lugar, en ambiente de certeza, posteriormente, en ambiente de incertidumbre, utilizando el software de simulación @Risk.

En términos de certeza, la valoración realizada de Liwe Española presenta un valor de 30.693,45 miles de euros, lo que supone un valor de sus fondos propios de 18,42€/acción.

Una vez incorporado el riesgo en la valoración utilizando como variables aleatorias el porcentaje de crecimiento de los ingresos y la tasa de crecimiento perpetua (g), el resultado obtenido de la simulación, después de 50.000 iteraciones realizadas, es que la empresa tiene un valor, en media, de 29.881,21 miles de euros. Esto significa que sus acciones estarían valoradas en el mercado a 17,93€/acción.

Teniendo en cuenta que, actualmente, la empresa cotiza en el Mercado de Corros Electrónico a 12€/acción (es decir, su valor total es de 19.999,01 miles de euros), se puede concluir que, en el caso de que la valoración fuese correcta, **Liwe Española está infravalorada** en el mercado. A esto se le suma que, en base a la simulación realizada, se puede afirmar que el valor de la empresa solamente es negativo con un 0,1 por ciento de probabilidad y con un **77 por ciento de probabilidad**, tendrá un **valor superior al que actualmente tiene en el mercado**. Por lo tanto, **se recomienda la acción de compra**, ya que existe una posible revalorización de las acciones en el futuro.

La simulación de Montecarlo nos ha permitido esquivar muchas de las dificultades que se presentaban en el primer análisis. La posibilidad de simular la realidad, a través de números aleatorios, ha aportado una calidad a la valoración muy importante.

De todos modos, la calidad de la valoración va a depender de la buena previsión de las variables del modelo. Sólo la evolución futura de la empresa va a ser capaz de refutar o afirmar su veracidad. También depende en gran medida de la tasa de descuento establecida. La dificultad de establecerla con exactitud hace que una valoración, manteniendo la misma previsión en las variables, con ligeras diferencias en la tasa de descuento, arroje resultados muy dispares.

Por eso, y como se ha indicado anteriormente, la valoración de empresas es en buena medida resultado de la subjetividad del analista, no tratándose de una ciencia exacta.

10. Bibliografía citada

ABAD DÍAZ, David; RUBIA SERRANO, Antonio (2003): Actividad, volatilidad y rendimiento en el sistema Fixing español, una evaluación empírica. *Moneda y crédito*, nº 217, pp. 45-72.

ABAD DÍAZ, David; RUBIA SERRANO, Antonio (1999): *Evaluation of the fixing trading system in the spanish market*. Valencia: Universidad de Alicante. 1ª edición, 1999.

Bolsa de Madrid. Disponible en internet:

<http://www.bolsamadrid.es/esp/aspx/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0158545030>

Fecha de consulta: 28/02/16

BREALEY, Richard; MYERS, Stewart: *Principios de Finanzas Corporativas*. Madrid: McGraw Hill, 2002. 9ª edición.

Comisión Nacional del Mercado de Valores. Disponible en internet:

<http://www.cnmv.es/portal/home.aspx> Fecha de consulta: 10/04/16

DAMODARAN, Aswath. Disponible en internet:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html Fecha de

consulta: 02/05/16

FERNÁNDEZ, Pablo (1999): *Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de empresas comparables*. Navarra: IESE Business School.

FERNÁNDEZ, Pablo (2016): *Market Risk Premium used in 71 countries in 2016: a survey with 6,932 answers*. Navarra: IESE Business School.

FERNÁNDEZ, Pablo (2008): *Métodos de valoración de empresas*. Navarra: IESE Business School.

Fondo Monetario Internacional. Disponible en internet: <http://www.imf.org/external/spanish/>

Fecha de consulta: 10/05/16

GÓMEZ MARTÍNEZ, Raul (2014): *Casos de valoración y adquisición de empresas*. Madrid Delta. pp. 26-36.

- Instituto Nacional de Estadística. Disponible en internet: http://www.ine.es/daco/daco42/clasificaciones/cnae09/cnae_2009_rd.pdf Fecha de consulta: 27/03/16
- LINTER, John (1965): The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics*, v. 47, nº1, febrero, pp: 13-37.
- Liwe Española SA. Página corporativa. Disponible en internet: <http://www.liwe.net/> Fecha de consulta: 11/02/16
- MASCAREÑAS, Juan (2013): *Mercado Financiero de Renta Fija*. Madrid: Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas. ISSN: 1988-1878. Disponible en internet: <http://pendientedemigracion.ucm.es/info/jmas/monograf.htm>. Fecha de consulta: 01/05/16
- MASCAREÑAS, Juan (2012): *Gestión de Carteras II. Modelo de Valoración de Activos*. Madrid: Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas. ISSN: 1988-1878. Disponible en internet: <http://pendientedemigracion.ucm.es/info/jmas/monograf.htm> Fecha de consulta: 06/05/16
- MASCAREÑAS, Juan (2015): *El coste del capital*. Madrid: Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas. ISSN: 1988-1878. Disponible en internet: <http://pendientedemigracion.ucm.es/info/jmas/monograf.htm> Fecha de consulta: 01/05/16
- MASCAREÑAS, Juan (2011): *Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas*. Madrid: Ecobook, 5º edición.
- Ministerio de Industria, Comercio y Turismo (2006): *El comercio textil en España*. Disponible en internet: http://www.comercio.mineco.gob.es/es-ES/comercio-interior/Distribucion-Comercial-Estadisticas-y-Estudios/Pdf/InformeComercioTextil_2007.pdf Fecha de consulta: 25/03/16
- Organización Mundial del Comercio: *Acuerdo sobre los Textiles y el Vestido (ATV)*. Disponible en internet: https://www.wto.org/spanish/docs/s/legals/16-tex_s.htm Fecha de consulta: 28/03/16

- PIÑEIRO SÁNCHEZ, Carlos; De LLANO MONELOS, Pablo; ÁLVAREZ GARCÍA, Begoña (2007): *Dirección financiera. Modelos avanzados de decisión con Excel*. Madrid: Delta.
- PORTER, Michael E. (1991): *Ventaja Competitiva. Creación y sostenimiento de un desempeño superior*. Buenos Aires: Rei Argentina SA.
- SHARPE, William (1964): Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, v. 19, nº 3, septiembre, pp. 425-442.
- DE LA TORRE GALLEGOS, Antonio; JIMÉNEZ NAHARRO, Félix (2014): *Valoración de empresas y análisis bursátil*. Madrid: Pirámide

Anexo 1: Accionistas Liwe Española según Bloomberg

LIWE B3 € Price not available	
<div> <div>LIWE B3 Equity</div> <div>Report</div> <div>Page 2/5</div> <div>Security Description: Equity</div> </div>	
<div> <div>1) Profile</div> <div>2) Issue Info</div> <div>3) Ratios</div> <div>4) Revenue & EPS</div> <div>5) Industry Info</div> </div>	
<div> <div>6) Public Offerings CACS »</div> <div>Public offerings are not available.</div> </div>	
<div> <div>7) Issue Information RELS »</div> <div> <div>Sec Type</div> <div>Common Stock</div> <div>Pri Exch</div> <div>Blockmatch</div> <div>PAR</div> <div>EUR</div> <div>3.15</div> <div>Pri MIC</div> <div>BLOX</div> <div>Lcl Mic</div> <div>BLOX</div> <div>Incorp</div> <div>SPAIN</div> <div>FIGI</div> <div>BBG006T6LX41</div> <div>ISIN</div> <div>ES0158545030</div> <div>WPK #</div> <div>876630</div> </div> </div>	
<div> <div>8) Inst Holdings OWN »</div> <div> <div># of Inst. Owners</div> <div>Shares Owned</div> <div>Shares Out/Float</div> <div>0%/0%</div> <div># of Buyers/Sellers</div> <div>0/0</div> <div>Shares Bought</div> </div> </div>	
<div> <div>9) Insider Holdings OWN »</div> <div> <div>% Held by Insiders</div> <div>66.66%</div> <div>Net Change Last 6M</div> <div>N.A.</div> </div> </div>	
<div> <div>10) Top Holders HDS »</div> <div> <div>as of 05/11/2016</div> <div>PARDO CANO JOSE</div> <div>34.53%</div> <div>PARDO CANO JUAN CARL...</div> <div>22.45%</div> <div>CREVILLEN ENCARNACIO...</div> <div>12.95%</div> <div>BERNABE DIA FERMIN FE...</div> <div>9.68%</div> <div>RUBIO NATALIA GOMEZ</div> <div>6.01%</div> </div> </div>	
<div> <div>10) Eq Wgts WGT »</div> <div>Deriv/Mrgn</div> <div>No Options Available</div> </div>	
<div> <div>Australia 61 2 9277 8600</div> <div>Brazil 5511 2395 9000</div> <div>Europe 44 20 7330 7500</div> <div>Germany 49 69 3204 1210</div> <div>Hong Kong 852 2977 6000</div> <div>Japan 81 3 3201 8900</div> <div>Singapore 65 6212 1000</div> <div>U.S. 1 212 318 2000</div> <div>Copyright 2016 Bloomberg Finance L.P.</div> <div>SN 457351 CEST GMT+2:00 H441-47-0 11-May-2016 09:39:20</div> </div>	

Anexo 2: Prima de riesgo en España según FERNÁNDEZ, Pablo

Pablo Fernandez, Alberto Ortiz and Isabel F. Acin
IESE Business School. University of Navarra

Market Risk Premium used in 71 countries in 2016:
a survey with 6,932 answers

Table 2. Market Risk Premium (%) used for 71 countries in 2016

	Average	Median	St Dev	Max	min	Q1	Q3	N
1 USA	5,3%	5,0%	1,3%	20,0%	1,5%	4,5%	6,0%	2536
2 Spain	6,2%	6,0%	1,4%	12,0%	1,5%	5,0%	6,8%	817
3 Germany	5,3%	5,0%	1,7%	12,4%	1,2%	4,0%	6,0%	360
4 UK	5,3%	5,0%	1,4%	12,8%	1,5%	4,5%	6,0%	221

Anexo 3: Beta Liwe Española SA⁷⁴

LIVE ESPAÑOLA SA			
FECHAS	PRECIOS	RENTABILIDAD MENSUAL	RENTABILIDAD TOTAL AÑO
01/01/2009	5,30		
01/02/2009	5,30	0,00%	
01/03/2009	5,30	0,00%	
01/04/2009	5,30	0,00%	
01/05/2009	5,30	0,00%	
01/06/2009	5,30	0,00%	
01/07/2009	5,30	0,00%	
01/08/2009	5,30	0,00%	
01/09/2009	5,30	0,00%	
01/10/2009	5,30	0,00%	
01/11/2009	5,30	0,00%	
01/12/2009	5,30	0,00%	0,00% 2009
01/01/2010	5,30	0,00%	
01/02/2010	5,30	0,00%	
01/03/2010	5,30	0,00%	
01/04/2010	5,30	0,00%	
01/05/2010	5,30	0,00%	
01/06/2010	5,30	0,00%	
01/07/2010	5,30	0,00%	
01/08/2010	5,30	0,00%	
01/09/2010	5,30	0,00%	
01/10/2010	5,30	0,00%	
01/11/2010	5,30	0,00%	
01/12/2010	5,30	0,00%	0,00% 2010
01/01/2011	5,30	0,00%	
01/02/2011	5,30	0,00%	
01/03/2011	5,30	0,00%	
01/04/2011	5,30	0,00%	
01/05/2011	5,30	0,00%	
01/06/2011	5,30	0,00%	
01/07/2011	5,30	0,00%	
01/08/2011	5,30	0,00%	
01/09/2011	5,30	0,00%	
01/10/2011	5,30	0,00%	
01/11/2011	5,30	0,00%	
01/12/2011	5,30	0,00%	0,00% 2011
01/01/2012	5,30	0,00%	
01/02/2012	5,30	0,00%	
01/03/2012	5,30	0,00%	
01/04/2012	5,30	0,00%	
01/05/2012	5,30	0,00%	
01/06/2012	5,30	0,00%	
01/07/2012	5,30	0,00%	
01/08/2012	5,30	0,00%	
01/09/2012	5,30	0,00%	
01/10/2012	5,30	0,00%	
01/11/2012	5,30	0,00%	
01/12/2012	5,30	0,00%	0,00% 2012
.....			

⁷⁴ Debido a la falta de información, se han tenido que hacer ajustes en los precios a partir de dos fuentes:

- 1) <http://www.bolsamania.com/descarga-de-historicos/accion-LIWE-ESPANOLA-R-100099370-ES0158545030-355.html>
- 2) <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/empresas/InfHistorica.aspx?ISIN=ES0158545030&ClvEmis=58545>

Fecha de consulta: 15 de mayo de 2016.

01/01/2013	5,30	0,00%		
01/02/2013	5,30	0,00%		
01/03/2013	5,30	0,00%		
01/04/2013	5,30	0,00%		
01/05/2013	6,34	19,62%		
01/06/2013	6,34	0,00%		
01/07/2013	6,34	0,00%		
01/08/2013	6,34	0,00%		
01/09/2013	6,34	0,00%		
01/10/2013	6,34	0,00%		
01/11/2013	6,34	0,00%		
01/12/2013	6,34	0,00%	19,62%	2013
01/01/2014	6,34	0,00%		
01/02/2014	6,34	0,00%		
01/03/2014	6,34	0,00%		
01/04/2014	6,34	0,00%		
01/05/2014	10,00	57,73%		
01/06/2014	10,00	0,00%		
01/07/2014	10,00	0,00%		
01/08/2014	10,00	0,00%		
01/09/2014	10,00	0,00%		
01/10/2014	10,00	0,00%		
01/11/2014	10,00	0,00%		
01/12/2014	10,00	0,00%	57,73%	2014
01/01/2015	10,00	0,00%		
01/02/2015	10,00	0,00%		
01/03/2015	10,00	0,00%		
01/04/2015	10,00	0,00%		
01/05/2015	11,00	10,00%		
01/06/2015	11,00	0,00%		
01/07/2015	11,00	0,00%		
01/08/2015	11,00	0,00%		
01/09/2015	11,05	0,45%		
01/10/2015	11,80	6,79%		
01/11/2015	11,50	-2,54%		
01/12/2015	11,50	0,00%	14,70%	2015
01/01/2016	11,50	0,00%		
01/02/2016	11,50	0,00%		
01/03/2016	12,00	4,35%		
01/04/2016	12,00	0,00%	19,05%	2016

BETA	0,05
Covarianza	0,182%
Varianza título	3,4421%

IBEX 35⁷⁵:

IBEX 35				
FECHAS	PRECIOS	RENTABILIDAD MENSUAL	RENTABILIDAD TOTAL AÑO	
01/01/2009	8.450,40			
01/02/2009	7.620,90	-9,82%		
01/03/2009	7.815,00	2,55%		
01/04/2009	9.038,00	15,65%		
01/05/2009	9.424,30	4,27%		
01/06/2009	9.787,80	3,86%		
01/07/2009	10.855,10	10,90%		
01/08/2009	11.365,10	4,70%		
01/09/2009	11.756,10	3,44%		
01/10/2009	11.414,80	-2,90%		
01/11/2009	11.644,70	2,01%		
01/12/2009	11.940,00	2,54%	37,20%	2009
01/01/2010	10.947,70	-8,31%		
01/02/2010	10.333,60	-5,61%		
01/03/2010	10.871,30	5,20%		
01/04/2010	10.492,20	-3,49%		
01/05/2010	9.359,40	-10,80%		
01/06/2010	9.263,40	-1,03%		
01/07/2010	10.499,80	13,35%		
01/08/2010	10.187,00	-2,98%		
01/09/2010	10.514,50	3,21%		
01/10/2010	10.812,90	2,84%		
01/11/2010	9.267,20	-14,29%		
01/12/2010	9.859,10	6,39%	-15,51%	2010
01/01/2011	10.806,00	9,60%		
01/02/2011	10.850,80	0,41%		
01/03/2011	10.576,50	-2,53%		
01/04/2011	10.878,90	2,86%		
01/05/2011	10.476,00	-3,70%		
01/06/2011	10.359,90	-1,11%		
01/07/2011	9.630,70	-7,04%		
01/08/2011	8.718,60	-9,47%		
01/09/2011	8.546,60	-1,97%		
01/10/2011	8.954,90	4,78%		
01/11/2011	8.449,50	-5,64%		
01/12/2011	8.566,30	1,38%	-12,43%	2011
01/01/2012	8.509,20	-0,67%		
01/02/2012	8.465,90	-0,51%		
01/03/2012	8.008,00	-5,41%		
01/04/2012	7.011,00	-12,45%		
01/05/2012	6.089,80	-13,14%		
01/06/2012	7.102,20	16,62%		
01/07/2012	6.738,10	-5,13%		
01/08/2012	7.420,50	10,13%		
01/09/2012	7.708,50	3,88%		
01/10/2012	7.842,90	1,74%		
01/11/2012	7.934,60	1,17%		
01/12/2012	8.167,50	2,94%	-0,82%	2012

⁷⁵ Disponible en internet: <http://es.investing.com/indices/spain-35-historical-data> Fecha de consulta: 10 de mayo de 2016.

01/01/2013	8.362,30	2,39%		
01/02/2013	8.230,30	-1,58%		
01/03/2013	7.920,00	-3,77%		
01/04/2013	8.419,00	6,30%		
01/05/2013	8.320,60	-1,17%		
01/06/2013	7.762,70	-6,71%		
01/07/2013	8.433,40	8,64%		
01/08/2013	8.290,50	-1,69%		
01/09/2013	9.186,10	10,80%		
01/10/2013	9.907,90	7,86%		
01/11/2013	9.837,60	-0,71%		
01/12/2013	9.916,70	0,80%	21,16%	2013
01/01/2014	9.920,20	0,04%		
01/02/2014	10.114,20	1,96%		
01/03/2014	10.340,50	2,24%		
01/04/2014	10.459,00	1,15%		
01/05/2014	10.798,70	3,25%		
01/06/2014	10.923,50	1,16%		
01/07/2014	10.707,20	-1,98%		
01/08/2014	10.728,80	0,20%		
01/09/2014	10.825,50	0,90%		
01/10/2014	10.477,80	-3,21%		
01/11/2014	10.770,70	2,80%		
01/12/2014	10.279,50	-4,56%	3,92%	2014
01/01/2015	10.403,30	1,20%		
01/02/2015	11.178,30	7,45%		
01/03/2015	11.521,10	3,07%		
01/04/2015	11.385,00	-1,18%		
01/05/2015	11.217,60	-1,47%		
01/06/2015	10.769,50	-3,99%		
01/07/2015	11.180,70	3,82%		
01/08/2015	10.259,00	-8,24%		
01/09/2015	9.559,90	-6,81%		
01/10/2015	10.360,70	8,38%		
01/11/2015	10.386,90	0,25%		
01/12/2015	9.544,20	-8,11%	-5,65%	2015
01/01/2016	8.815,80	-7,63%		
01/02/2016	8.461,40	-4,02%		
01/03/2016	8.723,10	3,09%		
01/04/2016	9.025,70	3,47%	-5,09%	2016

Rentabilidad anual promedio 3%

Anexo 4: Proyección CAPEX y OPEX

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ACTIVOS FIJOS	19.414	28.839	34.072	36.119	41.533	44.226	48.799	51.608	55.845	70.741	77.815	90.210	104.579	121.237
% s/ ingresos del AF		58,71%	57,12%	47,51%	43,10%	39,79%	40,87%	40,60%	39,66%	46%	46%	46%	46%	46%
Variación CAPEX		11.108	7.623	4.684	8.558	6.607	8.742	7.074	9.134	20.297	13.015	19.282	22.353	25.914
NOF	15.650	17.224	15.154	14.760	23.431	20.917	17.897	26.943	34.732	35.377	38.915	45.114	52.300	60.630
Variación NOF		1.574	-2.070	-394	8.671	-2.514	-3.020	9.046	7.849	585	3.538	6.199	7.186	8.331
% s/ ingresos		33,87%	25,41%	19,42%	24,31%	18,82%	14,99%	21,20%	24,71%	22,84%	22,84%	22,84%	22,84%	22,84%

Anexo 5: Proyección Flujos de Caja Libre

(Miles de Euros)

Registro local/Consolidados	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos	50.856	53.645	76.018	96.366	111.141	119.332	127.119	140.812	163.241	189.243	219.387	254.332	294.844
% de crecimiento		17%	27,5%	26,8%	15%	7%	6%	11%	16%	16%	16%	16%	16%
Provisionamientos	-14.954	-18.744	-24.872	-31.791	-33.640	-40.629	-40.377	-48.011	-53.481	-61.999	-71.875	-83.324	-96.536
% s/ingresos	29%	31%	33%	33%	36%	34%	32%	34%	33%	33%	33%	33%	33%
Margen Bruto	35.901	40.902	51.146	64.576	71.501	78.763	86.742	92.800	109.760	127.244	147.512	171.008	198.248
Gastos de explotación	-33.288	-37.448	-43.400	-54.281	-53.664	-64.986	-70.728	-74.083	-93.460	-108.347	-123.605	-145.612	-168.806
% s/ingresos	65%	63%	57%	56%	54%	54%	56%	53%	57%	57%	57%	57%	57%
EBITDA	2.613	3.454	7.746	10.295	11.837	13.777	16.014	18.717	16.300	18.897	21.907	25.396	29.441
Amortización del inmovilizado	-1.682	-2.391	-2.636	-3.144	-3.914	-4.169	-4.285	-4.897	-5.692	-6.598	-7.649	-8.868	-10.280
% s/ingresos	3%	4%	3%	3%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
BAIT	931	1.063	5.110	7.151	7.923	9.608	11.749	13.820	10.609	12.298	14.257	16.528	19.161
Impuestos	-322	-293	-1.031	-1.511	-1.820	-2.318	-1.777	-2.119	-2.652	-3.075	-3.564	-4.132	-4.790
% s/BAIT									25%	25%	25%	25%	25%
BAIT	609	770	4.078	5.641	6.103	7.291	9.972	11.701	7.956	9.224	10.693	12.396	14.371
Amortización del inmovilizado	1.682	2.391	2.636	3.144	3.914	4.169	4.285	4.897	5.692	6.598	7.649	8.868	10.280
FCB	2.292	3.161	6.715	8.784	10.017	11.460	14.237	16.598	13.648	15.822	18.342	21.264	24.651
Inversión en Activo Fijo	-11.108	-7.623	-4.684	-8.558	-6.607	-8.742	-7.074	-9.194	-24.400	-18.474	-21.416	-24.828	-10.280
Inversión en NCF	-1.574	2.070	394	-8.671	2.514	3.020	-9.046	-7.849	-2.492	-5.939	-6.885	-7.982	-9.253
FCL	-10.330	-2.392	2.425	-8.444	5.924	5.738	-1.883	-385	-13.244	-8.590	-9.959	-11.545	5.118
													135.217
RESIDUAL													
FCL ACTUALIZADOS	--	--	--	--	--	--	--	--	-12.598	-7.772	-8.570	-9.450	3.985
													100.130

VALOR DE LA EMPRESA	65.725
DEUDA FINANCIERA NETA	35.032,00
VALOR FONDOS PROPIOS	30.693,45
PRECIO POR ACCIÓN	18,42

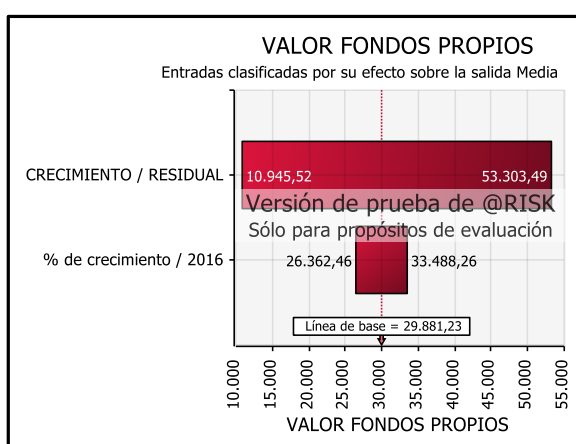
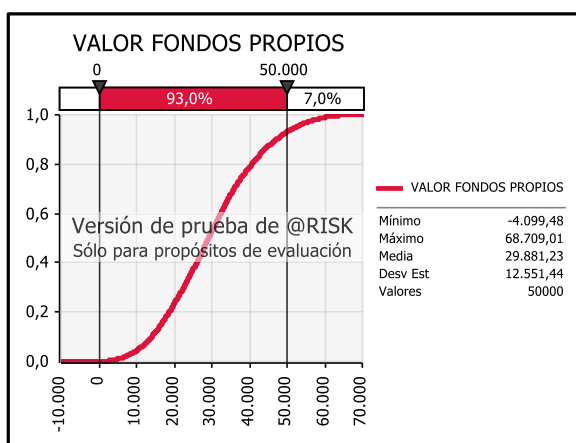
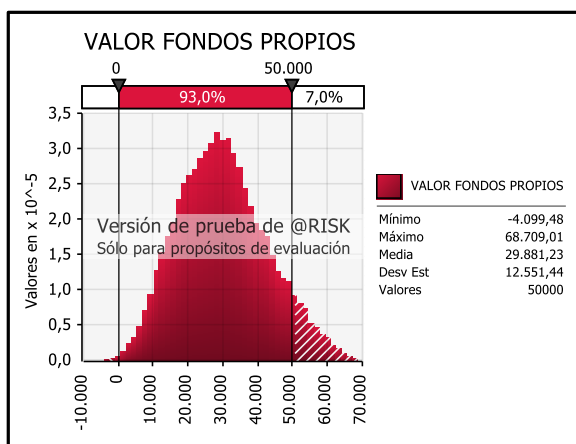
Número de acciones 1.666.588

Anexo 6: Simulación Montecarlo @Risk

Informe @RISK Salida para VALOR FONDOS PROPIOS F33

Ejecutado por: Aguado Tolón

Fecha: martes, 24 de mayo de 2016 20:55:28



Información de resumen de simulación

Nombre de libro de trabajo	15-16 MFE TFM AGUADO TOLÓN Begoña (2)
Número de simulaciones	1
Número de iteraciones	50000
Número de entradas	2
Número de salidas	1
Tipo de muestreo	Monte Carlo
Tiempo de inicio de simulación	24/05/2016 20:51
Duración de simulación	00:00:24
Generador de # aleatorio	Mersenne Twister
Semilla aleatoria	1341171510

Estadísticos resumen para VALOR FONDOS PROPIOS

Estadísticos	Percentil
Mínimo	5% 10.581,72
Máximo	10% 13.986,96
Media	15% 16.559,01
Desv Est	20% 18.727,94
Varianza	25% 20.617,73
Índice de sesg	30% 22.511,03
Curtosis	35% 24.281,55
Mediana	40% 25.981,17
Moda	45% 27.616,14
X izquierda	50% 29.161,60
P izquierda	55% 30.767,98
X derecha	60% 32.345,26
P derecha	65% 34.076,04
Diff X	70% 35.925,12
Diff P	75% 38.065,56
#Errores	80% 40.642,32
Filtro mín	85% 43.506,52
Filtro máx	90% 47.266,41
#Filtrado	95% 52.311,94

Cambio en la estadística de salida de VALOR FONDOS PROPIOS

Jerarquía	Nombre	Inferior	Superior
1	CRECIMIENTO / RE	10.945,52	53.303,49
2	% de crecimiento	26.362,46	33.488,26